

# VU Research Portal

## De effecten der naamloze vennootschap

Dekker, J.W.

1921

### **document version**

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### **citation for published version (APA)**

Dekker, J. W. (1921). *De effecten der naamloze vennootschap*.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

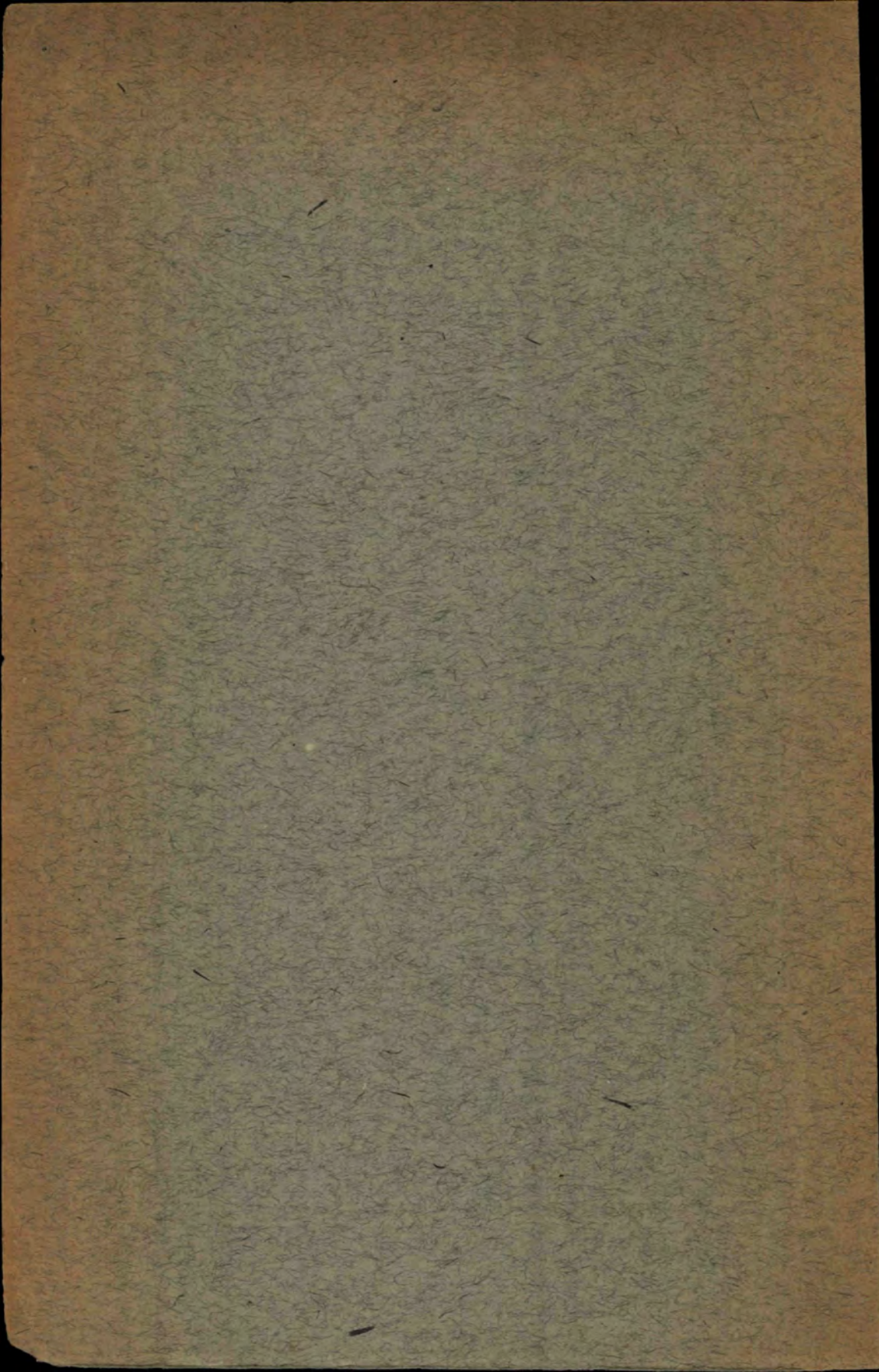
### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

**DE EFFECTEN DER  
NAAMLooZE VENNOOTSCHAP**

**J. W. DEKKER**





## STELLINGEN.

---

### I.

Verwerpelijk moet worden geacht de bewering van Von Bethmann-Hollweg (*Der Römische Civilprozesz*, dl. II, blz. 634), dat de legis actiones alléén door de lex Aebutia zijn afgeschaft.

### II.

Belangrijk effecten-bezit is een der factoren, welke het aantal echtscheidingen doen stijgen.

### III.

Vermindering van de nominale waarde der Deutsche M. 1000.— Aktie, zal de effecten-speculatie niet belangrijk doen toenemen.

### IV.

Het ingediende „Wetsontwerp tot wijziging van artikel 17, eerste lid, der Provinciale Wet en artikel 19, eerste lid, der Gemeente-wet” (Had-je-me-maar Ontwerpje) moet geacht worden strijdig te zijn met de Grondwet en een gevaar op te leveren voor de rechten van kiezers en gekozenen.

### V.

Van de methoden van reconstructie, om den koers der aan-



deelen van Naamlooze Vennootschappen, te doen stijgen, is afstempeling op de aandelen het meest gewenscht.

## VI.

De regeling der schuldvergelijking in artikel 53 der Faillissementwet is een ruimere, dan die van artikel 1463 B. W.

## VII.

Het door den bestuurder van een rijwiel aan de hand geleiden van een paard, is niet zonder meer strafbaar volgens artikel 15 der Motor- en Rijwielwet.

## VIII.

In den zin van het Wetboek van Koophandel is de Amsterdamsche effectenbeurs geen beurs; hare officieele prijscourant niet „officieel”.

## IX.

Niet juist moet worden geacht de uitspraak van Scholten (Asser, II, pag. 393, 5e druk):

„Is de vertegenwoordiger niet gevolmachtigde van de obligatiehouders, dan doet het er weinig toe dat de obligatiën „bij het verleenen der hypotheek nog niet zijn uitgegeven”.

## X.

Ten onrechte acht Mr. B. Gewin de noodweer te zijn, een der oorzaken, welke de strafbaarheid opheffen, in stêe van een rechtvaardigingsgrond.

## XI.

Het arrest van het Hof te Arnhem (19 Juni 1917, Wbl. 10145)

en evenzoo de conclusie van den advokaat-generaal (Arrest van den Hoogen Raad 4 Juni 1918, Wbl. 10236), dat „de staat van „goederen der vrouw, vastgehecht, aan de huwelijksche voor- „waarden, slechts een vermoeden oplevert, dat die goederen „werkelijk zijn aangebracht”, is in strijd met de bewijskracht der akte.

## XII.

De opsomming der wettige redenen in artikel 437 van het Wetboek van Koophandel is enuntiatief.

## XIII.

Tegen de historie en de strekking van artikel 314 Wetboek van Strafrecht, moet geacht worden in te gaan het Arrest van het Hof te 's-Hertogenbosch (6 December 1920, Wbl. 10668) wanneer wordt gezegd, dat wegneming daarvan (nl. van kunst-mest) — al is die geschied uit eene bergplaats in eene woning — valt onder strooperij.

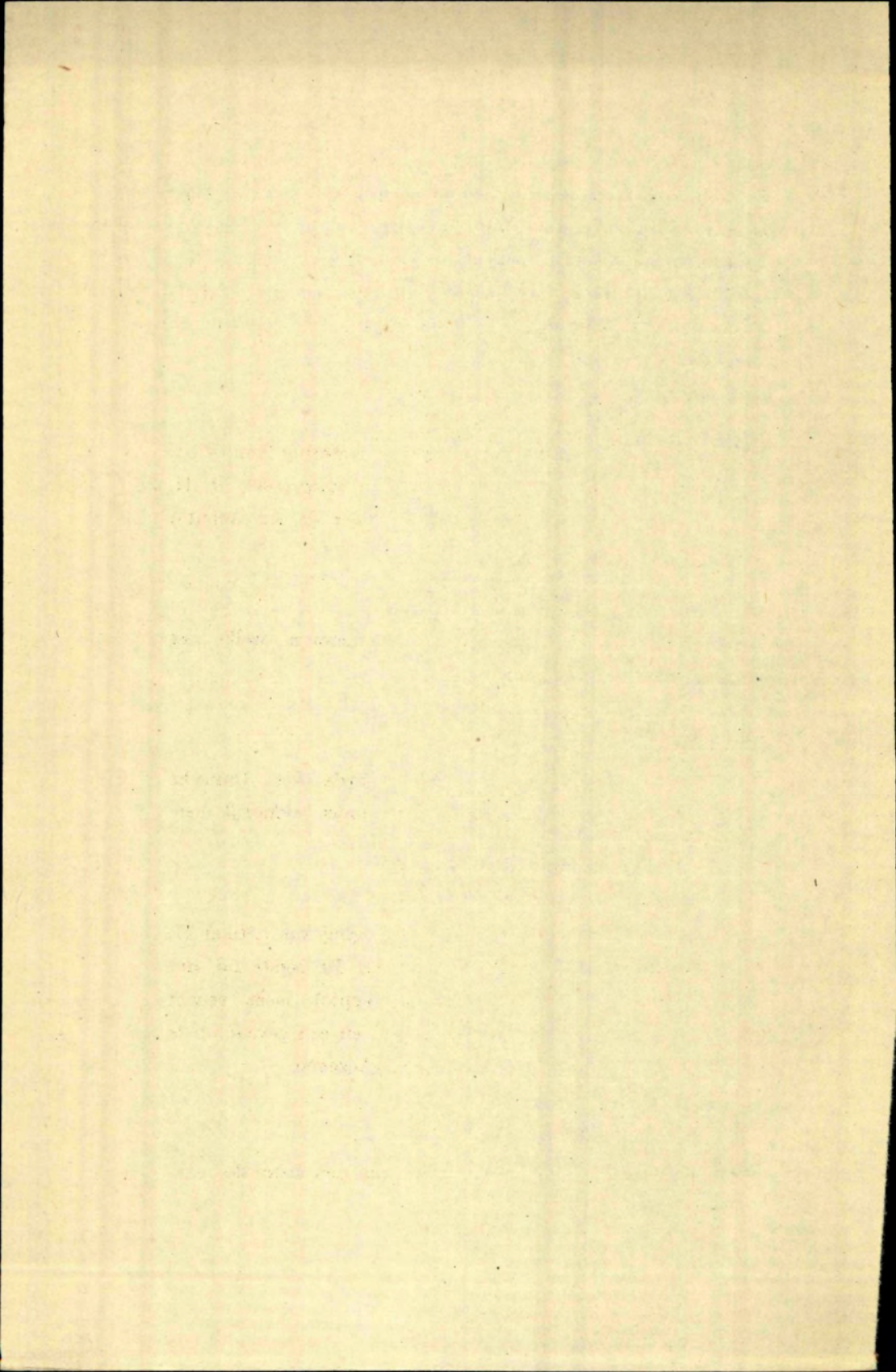
## XIV.

In strijd met artikel 1 B. Rv. is het arrest van den Hoogen Raad (20 December 1917, Wbl. 10212), hetwelk besliste dat „de vordering tot wijziging eener, krachtens artikel 162 B. W. „bij vonnis bepaalde uitkeering tot levensonderhoud kan wor- „den gedaan bij verzoekschrift”.

## XV.

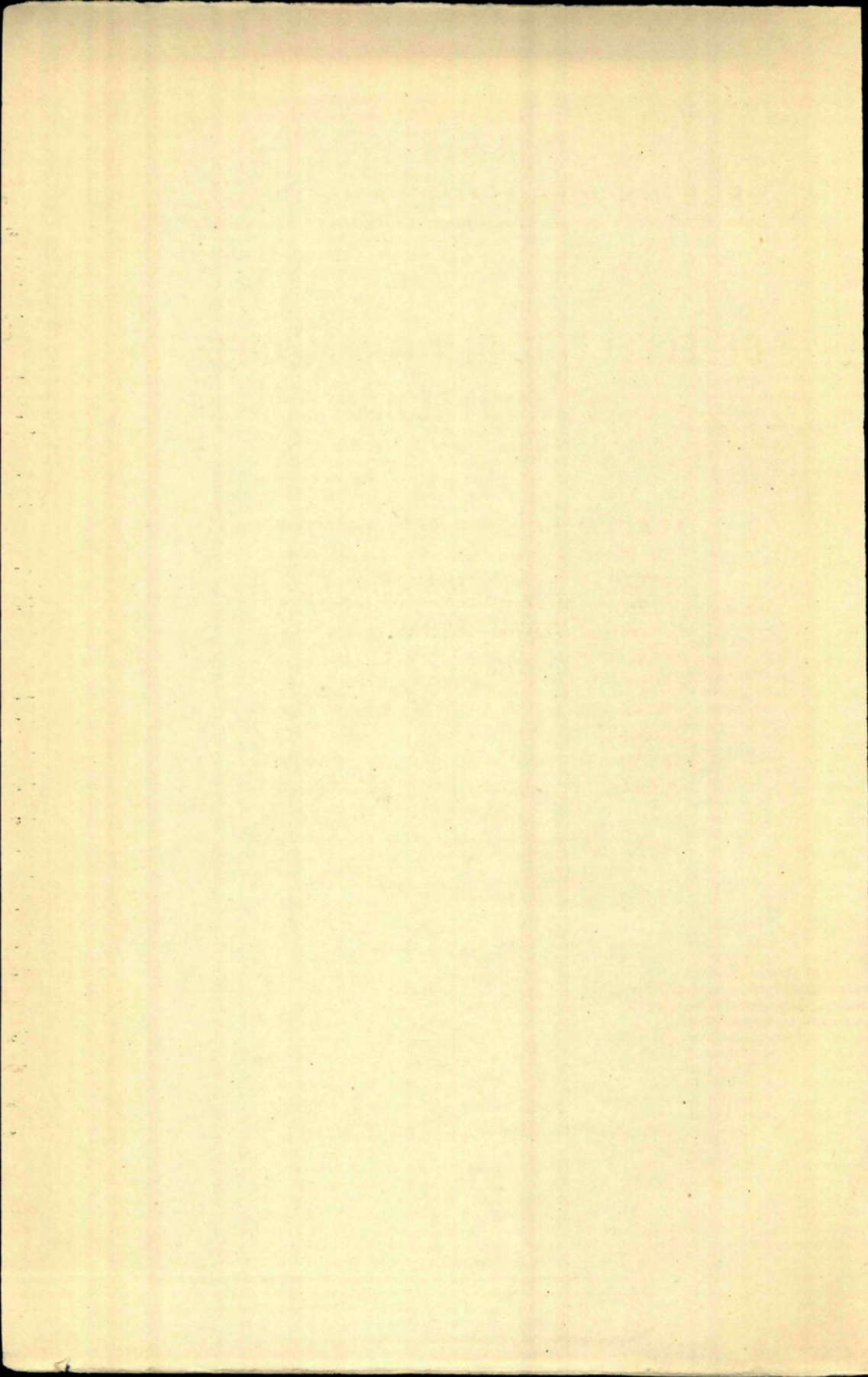
Niet logisch gedacht is de bewering van Mead (*Corporation Finance*, 3e druk, pag. 342): „The purchasing company, by „giving them a secured claim, succeeds to their right to the „increase in profits over the amount paid in interest”.





DE EFFECTEN DER NAAMLooZE  
VENNOOTSCHAP.





**VRIJE UNIVERSITEIT TE AMSTERDAM**

---

**DE EFFECTEN DER NAAMLOOZE  
VENNOOTSCHAP**



**ACADEMISCH PROEFSCHRIFT**  
TER VERKRIJGING VAN DEN GRAAD VAN  
DOCTOR IN DE RECHTSWETENSCHAP AAN  
DE VRIJE UNIVERSITEIT TE AMSTERDAM,  
OP GEZAG VAN DEN RECTOR MAGNIFICUS  
DR. R. H. WOLTJER, HOOGLEERAAR IN DE  
FACULTEIT DER LETTEREN EN WIJS-  
BEGEERTE, IN HET OPENBAAR TE VER-  
DEDIGEN OP VRIJDAG 24 JUNI 1921, DES  
NAMIDDAGS TE 3 UUR, IN HET GEBOUW  
DER MAATSCHAPPIJ VOOR DEN WERKENDEN  
STAND, DOOR

**JAN WOLTER DEKKER**  
GEBOREN TE KOLLUM



1921

DRUKKERIJ LIBERTAS — ROTTERDAM

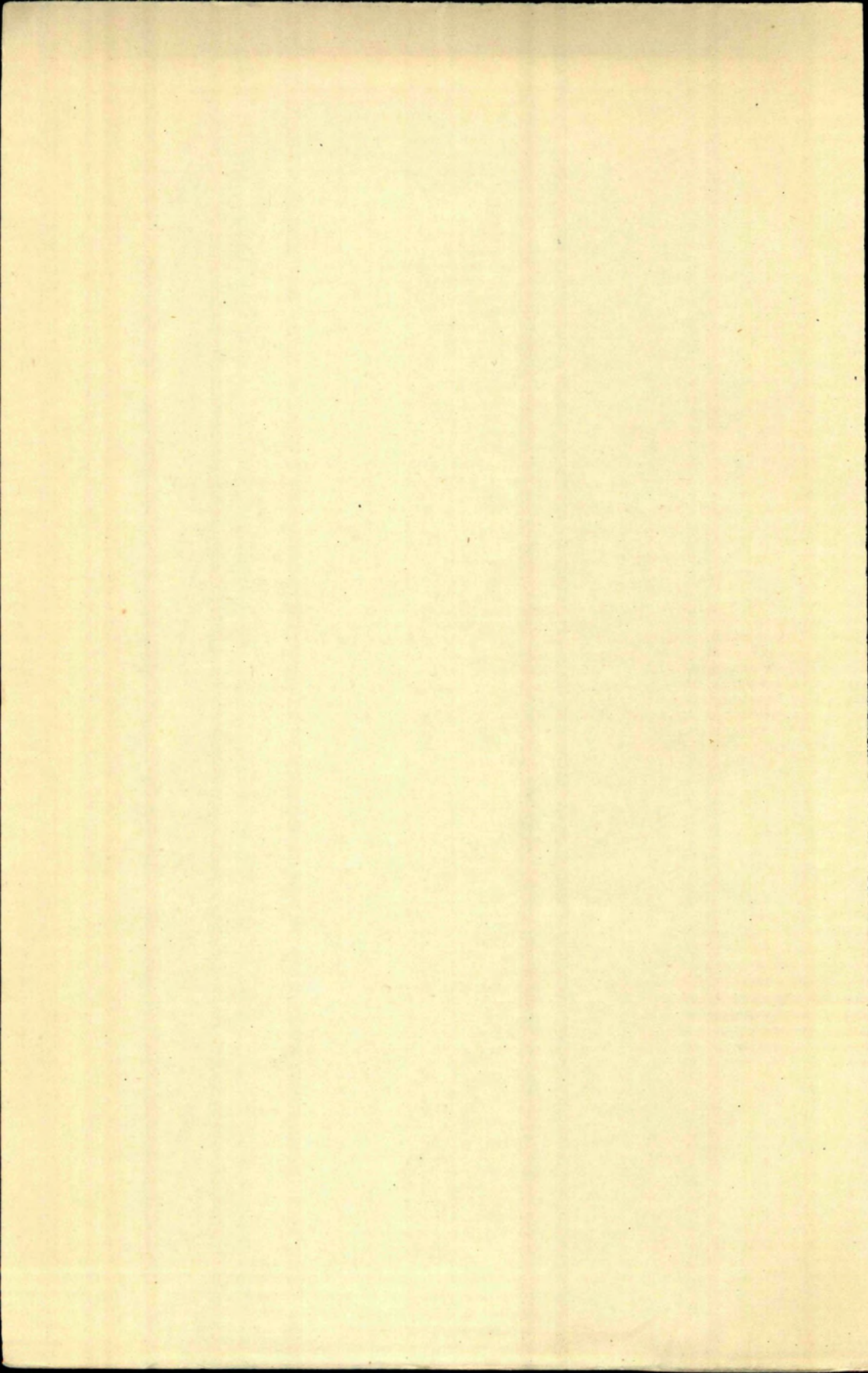




AAN MIJN OUDERS.

AAN MIJNE AANSTAANDE VROUW.



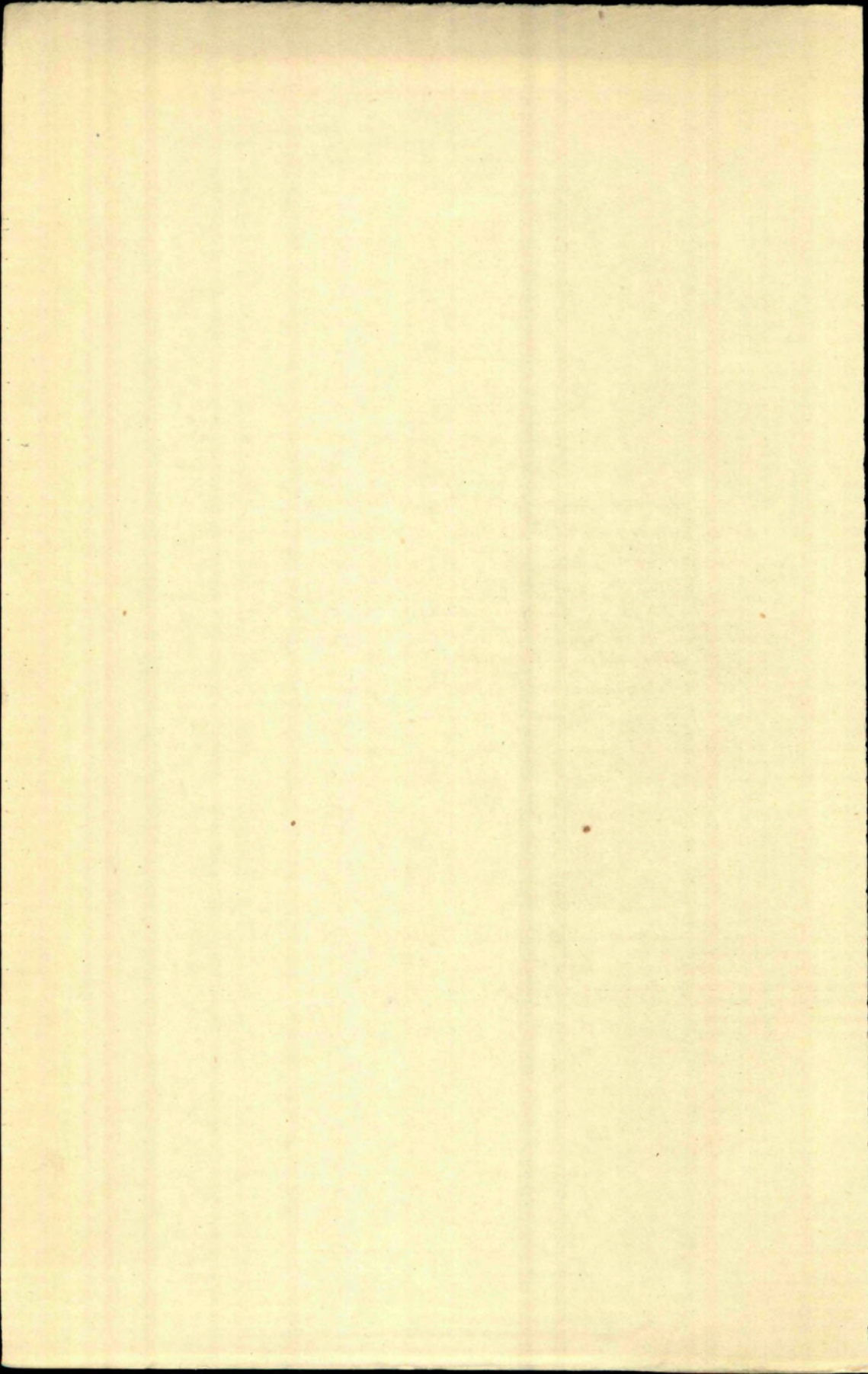


*Aan het einde van mijn academische studiën gekomen, is het mij een aangename plicht, mijn dank te betuigen aan de Hoogleeraren der Juridische Faculteit, wier onderwijs ik mocht ontvangen.*

*In bijzondere mate geldt deze dank U, hooggeleerde Diepenhorst, hooggeschatte Promotor, voor de groote welwillendheid en bereidvaardigheid, welke gij mij bij het bewerken van dit proefschrift hebt getoond.*

*Mijn erkentelijkheid tevens, betuig ik tegenover hen, die op eenige wijze mij hulp hebben verleend.*





## INLEIDING.

---

Van zeer groote beteekenis is voor het economisch leven de onderneming op aandeelen, voor ons land wel speciaal de Naamlooze Vennootschap. Op steeds breeder terrein treedt zij op; in klimmende mate weet deze ondernemingsvorm allerhande tak van industrie en bedrijf, handel en nering, tot haar gebied te maken. Een instelling, als zij, welke zoo breede ontplooiing heeft weten te verwerven verdient onze belangstelling.

Zij, en in het algemeen de onderneming — dit in den ruimsten zin genomen — op aandeelen, moet gerekend worden tot de meest belangwekkende verschijnselen van het economisch leven.

Zeër onderscheiden echter is door verschillende schrijvers gecordeeld over den aard van deze belangwekkendheid, of ten goede invloed wordt uitgeoefend, dan wel ten kwade door de aandeelen-ondernemingen.

Bekend is de uitspraak van Von Jhering,<sup>1)</sup> waar hij zich over de Aktiengesellschaft, de meest typische en belangrijkste vertegenwoordiger van de onderneming op aandeelen in Duitschland, aldus uitlaat: „die Verheerungen die sie im „Privatsbesitz angestiftet haben sind ärger, als wenn Feuers- „und Wassersnot, Miszwuchs, Erdbeben, Krieg und feindliche „Okkupation sich verschworen hätten, den nationalen Wohl- „stand zu ruïnieren”.

---

<sup>1)</sup> In zijn *Zweck im Recht*, Bd. I, pag. 223.





Stel hiernaast, wat Claudio Jannet<sup>1)</sup> schreef: „Les „Sociétés par actions sont un mécanisme indispensable à l'accomplissement de la fonction du capital dans le commerce et l'industrie modernes”.

Ofschoon ook hieruit nog geen directe juichtoon is te vernemen, zoo is althans de onmisbaar-verklaring zonder smaad of afkeuring.

Nog zij vermeld, wat de Russische Professor L. v. Petrazzkycki<sup>2)</sup> ten bewijze dat de „Kreditoren der Aktienunternehmen..... mit ihren Schuldnern sehr zufrieden sind”, op pag. 37 en 38 schrijft:

„Die Aktiengesellschaft ist sehr kreditfähig, und es ist im „allgemeinen, trotz der „beschränkten Haftung”, weniger gefährlich, *ihr* Geld zu borgen, als andern Privatunternehmern. „Die Aktiengesellschaft haftet dritten Kreditoren gegenüber „mit ihrem ganzen Vermögen und dieses Vermögen genüget „den Kreditoren der juristischen Person der Aktiengesellschaft, wie dies auch sonst bei den Kreditoren juristischer „Personen der Fall ist, gewöhnlich vollkommen, denn die „wirtschaftsverhältnisse der juristischen Personen sind vor „aller Augen, und jeder kann sich leicht Gewissheit verschaffen, ob es bedenklich sei oder nicht, ihnen Kredit zu gewähren. Ausserdem spielen die juristischen Personen nicht „Karten, haben keine heimlich Geliebten, reisen nicht nach „Monaco, übertragen nicht ihr Vermögen auf ihre Frauen, „u. s. w.”

Hier een duidelijk en onomwonden partij kiezen vóór de

---

<sup>1)</sup> Op pag. 155 van zijn in het jaar 1892 te Parijs verschenen werk *Le Capital, la speculation et la finance au XIXe Siècle*.

<sup>2)</sup> In zijn werk, 't welk in de Duitsche vertaling onder den titel: *Aktienwesen und Spekulation* is verschenen.

onderneming op aandeelen, zelfs met het oog op hare, door velen als „zwakke” beschouwde zijde, de beperkte aansprakelijkheid der leden.

Een belangwekkende plaats neemt, naar wij schreven, de onderneming op aandeelen in ons economisch leven in. Dit echter valt niet als bewezen te beschouwen uit een bewering alleen, en het feit, dat een groote litteratuur over deze instellingen is verschenen; het zal noodig zijn eenige cijfers mede te deelen, welke doen zien hoe de vorige eeuw de verhoudingen reeds waren.

De Foville deelt mede in *De la fortune mobilière de la France* in de *Economiste français*, van het jaar 1888, de verhoudingen van de waarden, waarin destijds de Franschen hun geld hadden belegd:

70	Milliards	francs:	Valeurs mobilières de toutes sortes.
80	„	„	Attribués à la terre.
40	„	„	à la propriété bâtie.
10	„	„	pour les meubles, qui ne sont pas représenté par des actions ou des obligations.

Robert Giffen geeft in *The Growth of Capital*, Londen 1889 een gelijksoortige tabel voor Engeland. In gelijke volgorde als boven:

£ 5¾ Milliard, £ 1¾ Mill., £ 2 Mill., £ 1 Mill.

Nu zijn in deze tabellen onder *Valeurs Mobilières* tevens de Staats-, Departementale en plaatselijke leeningen, binnenlandsche, zoowel als buitenlandsche, zoover ze in handen zijn van Franschman of Engelschman, doch duidelijk blijft de kapitaalophooping voor de ondernemingen, ook wanneer gene er worden afgerekend.

Eind 1910 schatte A. Neymark in het *Bulletin de*



*l'Institut International de Statistique* het gezamenlijke bedrag der aan de beurzen over de geheele wereld verhandelde effecten op  $\pm$  600 milliard francs, waarvan 150 milliard Europeesche Staatsschuld.

De New-Yorker effecten- of fondsenbeurs heeft een normale dagelijkschen omzet van een half miljoen aandelen.

Het hoogste aantal werd op 30 April en 9 Mei 1901 bereikt, toen meer dan 3.2 miljoen werd verhandeld.

Volgens Mrs. Van Nierop en Baak's *Naamlooze Vennootschappen* zijn in de jaren 1914—1921 opgericht 793, 563, 1074, 1385, 1038, 1385, 1319 Naamlooze Vennootschappen.

Als maatschappelijk, geplaatst en gestort kapitaal worden voor 1919 vermeld: f 346.944.300, f 135.438.875, f 124.927.240, en voor 1920: f 1.031.630.175, f 734.946.970, f 398.316.825.

In het alphabetisch register van 1920 van dezelfde schrijvers komen voor in totaal 15.100 Naaml. Vennootschappen.

Waardoor is het mogelijk, dat zulke enorme kapitalen kunnen worden gestoken in „Valeurs mobilières”? Vanwaar de groote vlucht der ondernemingen op aandelen? Dit is het eerste punt 't welk we nader hebben te beschouwen.

Daar we in de Naamlooze Vennootschap een der belangrijkste, zoo niet *de belangrijkste* der ondernemingen op aandelen zien, is het, om een juiste behandeling van de Effecten der Nl. Vennootschap, hunne verhouding en beteekenis voor de Vennootschap in het bijzonder te kunnen geven, noodig, uit te gaan van de behandeling van het effect in het algemeen. Het aandeel toch is een der voornaamste effecten en uit op de meest volkomene wijze de verschillende functies daarvan.

Als eerste punt van beschouwing komen dus *de effecten in*

*het algemeen*, waarvan zal worden aangegeven *begripsbepaling* en de *economische functie*.

Overgaande tot de voornaamste onderneming op aandeelen, de Naamlooze Vennootschap, is o. i. gewenscht allereerst *die* ondernemingen op aandeelen te bezien, welke historisch, of naar aard en inrichting, dan wel in hare functie, verwantschap toonen met de Naamlooze Vennootschap. Een kort overzicht van deze instellingen dient dus vooraf te gaan om te komen tot de speciale effecten-onderneming, de Naamlooze Vennootschap.

Hierbij moet eerst behandeld de geschiedenis, de ontwikkelingsgang der Naamlooze Vennootschap *in het algemeen*. Onmiddellijk daaraan aansluitend dringt zich deze vraag op den voorgrond:

„Welke is de beteekenis, de functie in het maatschappelijk „leven, van de Naamlooze Vennootschap als economisch „verschijnsel?”

Bij de beantwoording hiervan zullen de volgende belangrijke factoren, die hare beduidenis verhoogden, afzonderlijk behandeling vinden, nl.:

- I. de vrijwel steeds bestaande mogelijkheid kapitaal te verkrijgen;
- II. hare credietwaardigheid en in verband hiermede de onopzegbaarheid der obligatieleeningen van de zijde der crediteuren;
- III. hare verbinding met de beurs, wier inrichting kort zal worden nagegaan.

Afstappend van de Naamlooze Vennootschap in hare ontwikkeling en functie *in het algemeen* gaan we nu na het ontstaan van elke dier instellingen *in het bijzonder*, en wel van *economische* zijde gezien en van *juridischen* kant de vereischten hiervoor opstellend.



Als we de Naamlooze Vennootschap aldus hebben zien ontstaan, is eisch, te weten hoedanig de *inrichting*, de organisatie is, waarbij de *Algemeene Vergadering* en het al of niet bezoeken daarvan (hetwelk van groot belang blijkt te zijn) breeder zal worden behandeld.

Na de uiteenzetting van de Naamlooze Vennootschap moeten hare effecten een plaats vinden. Eerst moet echter tusschen deze beiden het verband worden gelegd.

Hoe komen die effecten in handen van het publiek? Deze vraag geeft in hare oplossing den schakel aan, die het verband tusschen Nl. Vennootschap en hare papieren vormt.

Om de kapitaalsbehoefte der opgerichte Vennootschap te vervullen is eisch, dat de papieren aan het publiek worden gebracht.

De wijze waarop dit geschiedt, heet *emissie*.

Vóór we dus tot de nadere beschouwing der effecten overgaan, meenen we eene behandeling der emissie, als verbandleggende schakel, te moeten geven.

We schrijven dus over emissie *in 't algemeen*, daarbij lettend op de functie van den bankier als helper bij de uitgifte, en schenken daarna speciale aandacht aan aandeelen- en obligatie-emissie *in het bijzonder*.

Thans kunnen we voortgaan en de, alsnu uitgegeven effecten nader beschouwen. Hierbij is de gang der behandeling vanzelf aangegeven. Als voornaamste papieren treden de *Aandeelen* en *Obligaties* op den voorgrond. Wat verder wordt uitgegeven, moet systematisch naast deze hoofdgroepen worden gerangschikt.

Tenslotte vragen nog onze aandacht, *verhouding* en *betekenis* der verschillende, door de Naamlooze Vennootschap uitgegeven papieren.

## HOOFDSTUK I.

---

### Effecten.

#### § 1. Inleiding.

Waardoor hebben de ondernemingen op aandeelen zoo groote vlucht kunnen nemen? Hoe is mogelijk het bijeenbrengen van de kapitalen, benoodigd voor de reuzen-ondernemingen, gelijk er nu bestaan? Neem, de grootste, de U. S. Steel Corporation, met in 1919 \$ 2361 Millioen, nu wellicht bijna \$ 2500 Millioen.

Het is duidelijk, dat een dergelijk bedrag niet kan bijeen gebracht, door een zakenman, welke ter uitbreiding van zijn affaire geld leent bij een familie-lid of vriend, die hem vertrouwt en kent en hem dus zijn geld durft leenen. En dit was toch vroeger de eenige methode om geld, 't welk men zelf niet had, te verkrijgen. Steeds moesten geldleeningen, welke een particulier aanging, rusten op persoonlijk vertrouwen. Hiervan worden dus buitengesloten de leeningen ten behoeve van Staat, provincie of gemeente.

Het effect heeft **echter een bijzondere**, nieuwe credietmogelijkheid geschonken, welke, door de ontwikkeling van het economisch leven tot zoodanigen vorm van crediet is geworden, welke geheel los staat van het eertijds onmisbare, persoonlijke vertrouwen. Zóó belangrijk acht R. Liefmann dit verschijnsel, dat hij het tegenwoordig tijdperk daarnaar als de „Effektenkapitalistische Epoche” betitelt.

Welke toch is de ontwikkelingsgang? Na de zooveen genoemde



periode, in welke van een bijeenbrengen van buitengewoon groote kapitalen geen sprake kon zijn, is het kapitaal onpersoonlijk geworden, gemobiliseerd, d. w. z. dat het bezit van kapitaal, in den zin van geld, op zich zelf reeds een inkomen kan beteekenen, en wel door het in lidmaatschaps-, of credietpapieren van ondernemingen te belichamen.

Door het effect is de Nl. Vennootschap mogelijk geworden. Het is dus een allereerste vereischte te weten wat onder effect moet worden verstaan. In dit hoofdstuk zal behandeling vinden de begripsbepaling van wat effect is, getoetst aan wetgeving, praktijk en schrijvers over dit onderwerp; tevens zal over enkele twijfelachtige papieren geoordeeld worden. Daarna volgt de uiteenzetting van de verschillende functies. Het groote belang hiervan, vooral wat betreft deelnemen in en beheerschen van andere ondernemingen door effectenbezit, heeft hier tot breede behandeling genoopt. Het culminatiepunt van dit beheerschen vindt speciale beschouwing, nl. de *Holding Cy*.

Wanneer we bij de praktijk, bij de Banken eens gaan zien, dan bemerken we dat op de Effecten-rekening voorkomen: Aandeelen, Obligaties en dergelijke papieren. Hierdoor wordt reeds de richting aangewezen, waarin we de begripsbepaling hebben te zoeken.

---

## § 2. Begrip Effect.

*Onze Wetgeving.* Wanneer we een antwoord willen vinden op de vraag, wat een effect is en ons daarvoor wenden tot onze wetgeving, dan moet ons onmiddellijk opvallen de uiterst karige behandeling, welke aan de effecten in het algemeen is geschonken. Op zichzelf was dit, voor ons althans, waar we

slechts een bepaling van het begrip effect zoeken, nog niet erg, wanneer maar een juiste, nauwkeurige omschrijving voorkwam in deze zoo sobere wettelijke regeling. Doch hierin worden we teleurgesteld. Pleonasmen vinden we wel, waar toch telkens van „publieke fondsen” wordt gesproken, wanneer bepaald zal worden wat effecten zijn. Dit is de vertaling van het Fransche „fonds publics” en brengt ons niets verder, daar dit ook de beteekenis van „effecten” heeft.

Welke wettelijke bepalingen vinden we, waarin een omschrijving van effecten wordt gegeven?

Allereerst eene, welke van 31 December 1885 tot 22 Mei 1911 is opgenomen geweest in de *Successiewet* van 13 Mei 1859 (*Stsblad* 36):

„Onder effecten verstaat deze wet alle aandeelen in binnen- en buitenlandsche geldleeningen en renten, in maatschappijen, of ondernemingen wier kapitaal door aandeelen wordt ver- tegenwoordigd, de voorloopige bewijzen van storting op al die aandeelen, de zoogenaamde oprichters aandeelen, restant- bewijzen, bewijzen van deelgerechtigdheid (actions de jouissance), en dergelijke, die, na aflossing der oorspronkelijke aandeelen, aan de houders verblijven of uitgereikt worden, en in het algemeen alle stukken, die, onder welke benaming ook, gerangschikt kunnen worden onder de publieke fondsen”.

Meer dan een onvolledige opsomming geeft hier, krachtens het laatste gedeelte, deze bepaling niet. Volgens wat we boven gezegd hebben blijft immers, door het noemen van publieke fondsen = effecten in de omschrijving zelf, de kwestie wat nu effecten zijn, even onhelder.

Bovendien wordt uitdrukkelijk gezegd: „verstaat deze wet”, zoodat nog twijfelachtig is, of, zelfs wanneer de opsomming volledig ware, ze een algemeen-geldende optelling zoude zijn.



Eindelijk vergete men niet, dat een opsomming, zelfs een volledig juiste en uitputtende opsomming, niet kan gelden als begripsomschrijving. Door het noemen van effecten, zelfs van alle bestaande, is nog geenszins blootgelegd het wezen, noch de juridische, noch de economische functie. Bovendien, daar effecten, gelijk we straks zullen zien, alle stukken zijn, welke aan bepaalde eischen voldoen, is niet uitgesloten het ontstaan van *nieuwe* effecten, waardoor de eertijds volledige optelling, onvolledig zoude worden. Het economisch leven is in een gestadige ontwikkeling, nieuwe behoeften ontstaan, en roepen om een nieuwe bevredigings-wijze.

Door de begeerte, wettelijke bepalingen te ontduiken, kan een nieuwe categorie effecten ontstaan. Steeds nauwkeuriger, steeds vollediger zoekt men het middel der behoeften-bevrediging te maken. Is eerst het middel grof, er wordt genoeg mee genomen, ondanks de bezwaren er aan verbonden. Doch de steeds voortgaande specialiseering roept ook telkens nieuwe middelen, ook nieuwe effecten.

De *Wet op de Vermogensbelasting* van 27 September 1892 (*Stsbl.* 223) gaf ook hare omschrijving. In art. 7 was vroeger te lezen:

„Onder effecten worden verstaan inschrijvingen in Groot-„boeken van Nationale en buitenlandsche Staatsschuld, aan„deebewijzen en obligatiën, ook die, welke in den vorm van„certificaten of receptissen zijn opgemaakt.”

Ook deze omschrijving brengt ons niet verder.

Als begripsbepaling is ze ten eenenmale ondeugdelijk, daar ze, evenals die uit de Successiewet, slechts een opsomming geeft. Verder is ze zeer onvolledig, daar de tusschenvormen

tusschen aandeel en obligatie zelfs niet worden aangeroord. En ook tegenover haar geldt, dat zeer twijfelachtig is of ze als algemeen geldend mag worden aangemerkt, daar ze speciaal voor de Vermogensbelasting is gegeven en bedoeld, en dus niet willekeurig ook op ander terrein mag worden toegepast.

De Beurswet van 1914,<sup>1)</sup> een wet welke dus zeer speciaal handelt over effecten, zelfs deze geeft ons geen licht, daar toch een poging tot nader bepaling is nagelaten en alleen van „fondsen”, zonder eenige omschrijving of uitwerking wordt gerept.

Ook het ontwerp *Effectenbeurswet* 1919, 7 November 1918 bij Koninklijke Boodschap bij de Tweede Kamer ingediend, spreekt slechts van „effecten” en „fondsen”.

Ten slotte zij nog gewezen op de bepaling in Art. 75, 5e lid van de *Zegelwet* van 1917:

„Onder Effecten worden in dit hoofdstuk verstaan inschrijven-grootboek en alle stukken, die, onder welke benaming ook, gerangschikt kunnen worden onder de effecten op publieke fondsen.”

Ook hier gelden dezelfde bezwaren, boven genoemd:

- 1e. Deze omschrijving is speciaal bedoeld voor het zegelrecht; zelfs wordt hare kracht beperkt tot één hoofdstuk.
- 2e. De opsomming is uiterst vaag en tevens pleonastisch.
- 3e. Een opsomming is geen begripsbepaling.
- 4e. Al ware hier een volledige opsomming gegeven, dan nog zoude dit voor de toekomst geen waarborg bieden.

---

<sup>1)</sup> Dat is de Wet van den 4den September 1914, Stbl. 445, houdende bepalingen betreffende den geld- en fondsenhandel in de tegenwoordige buitengewone omstandigheden.



Eenige soorten effecten worden in andere bepalingen nog wel genoemd: in art. 62 wordt gesproken van oprichtersaandeelen, bewijzen van deelgerechtigheid (*actions de jouissance*), restant-bewijzen en dergelijke, welke, na oflossing der oorspronkelijke aandeelen, aan de houders verblijven of uitgereikt worden, bewijzen van overneming van effecten, afgegeven door hen, die zich met het behartigen van de belangen van fondsenhouders belasten, of door vereenigingen van houders van fondsen, die ten doel hebben de belangen van hare leden bij die fondsen te behartigen, certificaten van aandeel, door administratiekantoren uitgegeven.

Doch ook hieruit zijn geen betekenismatige conclusies te trekken.

We zien dus, dat onze wetgeving ter begripsbepaling van effecten geen licht geeft. Nu is dit eenzijdig niet te betreuren, schoon 't ons niet ongevallig zoude zijn; ongewenscht toch mag over het algemeen worden geacht, dat in de wetten of wettelijke bepalingen, omschrijvingen worden vastgelegd van verschijnselen of begrippen, welke nog strijdpunten in de wetenschap vormen. En dit nu is, gelijk we zullen zien, ook het geval met de effecten.

Toch is niet geheel overbodig de verwijzing naar hetgeen de aangehaalde wetsbepalingen omtrent effecten ons mededeelen. Hieruit toch zien we, dat althans eenige papieren ongetwijfeld onder effecten moeten worden gerekend, en wel:

1. Aandeelen in binnen- en buitenlandsche geldleeningen en renten, in maatschappijen of ondernemingen wier kapitaal door aandeelen worden vertegenwoordigd.

Hieronder zijn dus, waar van *geldleeningen* wordt gesproken, ook Obligatiën begrepen. Echter ook afzonderlijk worden nog genoemd:

2. Obligatiën.
3. Certificaten.
4. Recepissen.
5. Oprichtersaandeelen.
6. Bewijzen van deelgerechtigheid (actions de jouissance).

Waar de wettelijke bepalingen ons niet verder brengen, zullen we de meeningen van verschillende schrijvers over dit onderwerp moeten nagaan.

Professor Dr. Robert Liefmann handelt ook hierover in zijn in het jaar 1912 te Stuttgart verschenen geschrift: *Die Unternehmungsformen* en in het standaardwerk: *Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften*, Jena 1909.

Hij maakt in het kapitalisme, de kapitalistische periode, indeelingen en onderscheidt *Sachkapitalismus*, *Geldkapitalismus* en *Effektenkapitalismus*. Het tijdperk, waarin wij nu leven noemt hij, daar voor hem hiervan het „Effektenwesen” het meest karakteristieke kenmerk is, de „*effektenkapitalistische Epoche*”.

In het eerste der drie tijdperken, het sachkapitalistische, komt kapitaal slechts voor in den vorm van Sachkapitaal, fabrieken, werktuigen, etc.

In het tweede, het geldkapitalistische tijdvak, wordt het geld zelf kapitaal, en wel, doordat men het uitleent. Door het aldus beleggen van geld, zonder er verder iets voor te doen, krijgt men recht op opbrengsten, zij het in natura, zij 't in vaste renten, of ook in wisselend dividend, gelijk bij de Stille Venoot.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> Op pag. 61 en 62 van *Die Unternehmungsformen* zegt Liefmann: „auf der zweiten Stufe, der des Geldkapitalismus, wird auch das Geld kapital”.

Feitelijk is dit onjuist. Het geld is nooit in economischen zin



De derde, de effectenkapitalistische periode, kenmerkt zich door het feit, dat de effecten kapitaal worden, dat ze een zelfstandig vermogensdeel vormen, met tot grondslag zeer zeker Sachkapitaal, maar hiervan toch weer geheel los. Terwijl de fabrieken, werktuigen, in het algemeen de productie-middelen, op grond waarvan de effecten zijn uitgegeven, in dezelfde handen blijven, is het effect niet gebonden, doch kan van eigenaar verwisselen, even dikwijls als degene, die het dan bezit, dat wenscht te bewerkstelligen.

Een onderneming, wier bezittingen zijn belichaamd in aandelen, zet haar productieven arbeid voort, los van de aandelen, ongeacht het feit of deze van eigenaar wisselen of niet.

Het feit, dat door de effecten de eigendom van het productiekapitaal (in economischen zin) of het recht op alle of een gedeelte der opbrengsten overgaat door de overdracht van het papier, heet de mobiliseering van het kapitaal. Dit nu acht Liefmann van zóó groote beteekenis, dat hij een afzonderlijk tijdperk, het Effectenkapitalistische er naar heeft genoemd.

De geldkapitalistische periode wordt door hem onderverdeeld in Handelsperiode en Leenperiode, welke onderscheiding ook voor de effecten van hoog gewicht is.

De Handelsperiode is die, waarin uitgebreide handel mogelijk is geworden, doordat alles in geld, als algemeen waardeeringsmiddel wordt geschat; hier dus de functie van het geld als waardemeter.

---

kapitaal. 't Houdt slechts de mogelijkheid in, productiemiddelen, of, door het uit te leenen, vorderingsrechten op opbrengsten te verwerven. Het Sachkapitaal blijft ook hier de grondslag en is het eenige kapitaal; doch in gewijzigden vorm, niet meer als in de eerste periode, daar nu het bezitten van geld, door het te gebruiken, alleen reeds opbrengsten kan verzekeren.

Ook in de Leenperiode is dit alzoo; doch de beteekenis van het geld is meerder geworden; door uitleenen van het geld, is een verkrijgen van opbrengsten mogelijk, zonder dat men zelf de productie-middelen bezit, welke deze opbrengsten leveren, noch ook arbeid verricht. De mogelijkheid van een inkomen zonder persoonlijken arbeid, welke vroeger alleen bestond voor de groot-grondbezitters, is nu geopend ook voor degenen, die geldbezitters zijn; het geld is, in den bovengemelden zin, kapitaal geworden.

Voor de Handelsperiode zijn karakteristiek de Handelsondernemingen; voor de Leenperiode de *Banken*, de „Geldkapitalshandelsunternehmen” en de *Beurzen*. Door deze banken en beurzen nu, is voorbereid het effectenkapitalistisch stadium.

Van groot belang is hiervoor de onderscheiding tusschen Handelskapitaal, vertegenwoordigd door de Aandeels-effecten en Leen-, of Credietkapitaal, met crediet-effecten, obligaties. Of een effect behoort tot de groep der aandeelseffecten, dan wel tot die der credieteffecten, hangt af van het feit of de bezitter wisselend dividend ontvangt, m. a. w. onmiddellijk aan de winst der onderneming deel heeft, dan wel of hij vaste rente trekt, onafhankelijk van de meerdere of mindere winsten, door de onderneming gemaakt.

Om nu nader te bepalen wat hij onder effecten verstaat, verdeelt Liefmann de waardepapieren in Geldpapieren en Kapitalpapieren. De Kapitalpapieren onderscheiden zich hierin van de Geldpapieren, dat ze „Erträge”, baten afwerpen.

Onder deze Kapitalpapieren nemen nu de effecten een speciale plaats in; zij vormen een afzonderlijke groep Kapitalpapieren, en zijn kenbaar aan hare „Vertretbarkeit”, de vervangbaarheid. In tegenstelling met de Kapitalpapieren leveren



de Geldpapieren geen „Erträge”, ze zijn geen geldkapitaal, doch geld als ruilmiddel.

Effecten zijn dus: *Een bepaalde categorie onder de Kapitalspapieren, welke zich van de anderen onderscheidt door hare „Vertretbarkeit”*.

Fuchs stelt <sup>1)</sup> waardepapieren of effecten tegenover geldpapieren. Onder deze laatsten rekent hij dan de wissel, banknoot, chèque. Terwijl de waardepapieren, de effecten een continuë bate geven en ter belegging van geld, als kapitaal, dienen, is dit bij de geldpapieren niet het geval.

Effecten zijn dus naar zijn opvatting identiek met *waardepapieren, dienen tot belegging van geldkapitaal en brengen zekere vruchten op*.

Heinrich Sattler concludeert in: *Die Effektenbanken*, uitgegeven in het jaar 1890 te Leipzig, op pag 9, dat effecten zijn *waardepapieren, welke „in grossen mengen generisch gleicher Stücke vorkommen”*.

In de *Grundriss der Sozialökonomik* V 2e deel, handelt onder het hoofd „Das irreguläre Bankgeschäft” Schulze-Gaevernitz ook over de effecten op pag. 101 s.q.q.

De effecten behooren tot de waardepapieren. Deze zijn van juridisch standpunt gezien „Papiere, welche ein Vermögens-„recht in der Weise verbriefen, dasz die Ausübung des Rechtes „die Innehabung des Papierses voraussetzt”. „Die Wertpapiere „bedeuten die technisch höchste Form der Kreditwirtschaft”.

Tot de waardepapieren rekent hij: Wissel, Banknoot, Cognossement; Obligatie, Pandbrief, Aandeel, etc.

---

<sup>1)</sup> In zijne *Volkswirtschaftslehre*, 2e druk, pag. 97.

De waardepapieren omvatten twee groepen en wel: Geldpapiere en Effekten. Het meest belangrijke voorbeeld van de Geldpapiere is de wissel. Deze Geldpapiere „verbriefen das „Recht auf einem einmaligen Kapitalbetrag, keine fortlaufende „Ertragsbeteiligung”.

Hiertegenover staan de Effecten, welke hij nader teekent als vermogensrechten op bepaald kapitaal, „welche nur im Laufe „zahlreicher Produktionsperioden umschlagen, dagegen perio- „dischen Ertrag abwerfen”.

Effecten zijn dus: „*Fungibile Wertpapiere, welche das Recht „auf den periodischen Ertrag eines Anlagekapitals verbiefen*”.

Karl Gareis stelt <sup>1)</sup> geheel op één lijn: Staatsobligaties, Banknoten, Wissel, Aandeelen, Pandbrieven e. d., en voegt ze samen onder den naam „Effekten”, van welke hij zegt, dat ze zijn „Werträger, wobei der Wert in der Form oder Idee „liegt, nicht im Stoffe”. Hier zijn vorderingsrechten aldus belichaamd in de effecten, dat hun ontstaan, voortbestaan en de uitoefening der rechten geheel afhankelijk is van de oorkonde, het effect.

#### *Beoordeeling der opvattingen en eigen standpunt.*

Bij de beoordeeling der meeningen gaan we ervan uit, dat de bedoeling moet zijn in het „effect” dat verschijnsel te teekenen in het economisch leven, *’t welk het middel is geweest om zoodanige veranderingen in de ondernemingswereld te weeg te brengen, dat een geheele periode daarnaar hare naam mag dragen.* Onder effect moet dus verstaan worden, dat waarde-

---

<sup>1)</sup> In *Die Kultur der Gegenwart*, Deel II, afdeeling VIII, *Systematische Rechtswissenschaft*.



*papier* (dat het een waarde-papier is, daarover bestaat geen strijd, dus dat mogen we als vaststaande aannemen) *hetwelk de economische functies heeft, welke in de volgende afdeeling zullen behandeld, doch welke kort saamgevat kunnen aangeduid als uitvloeisel van de mobiliseering, het onpersoonlijk worden van het kapitaal.*

Welk is nu het waardepapier, dat de karakteristieke eigenschappen bezit, welke noodig zijn voor deze mobiliseering m. a. w., aan welke voorwaarden moet dit papier voldoen?

Liefmann noemt de effecten een bepaalde categorie onder de kapitaalspapieren, welke zich van de anderen onderscheidt door hare „*Vertretbarkeit*”.

Kapitaalspapieren zijn, naar zijne uiteenzetting, waardepapieren welke „*Erträge*” baten of renten afwerpen.

Wij zien dus dat twee elementen vereischt worden om een waardepapier tevens effect te doen zijn en wel:

- 1e. *Vrucht dragen.*
- 2e. „*Vertretbarkeit*”.

Zijn dit de elementen welke karakteristiek zijn voor de mobiliseering van het kapitaal?

De „*Vertretbarkeit*” is hetzelfde als wat Sattler omschrijft als het „in grossen Mengen generisch gleicher Stücke” voorkomen, en wat door Gareis wordt aangeduid als „*Fungibilität*”.

Ongetwijfeld is het vrucht dragen, het afwerpen van baten, renten een element van dat papier 't welk door zijne functies een wijziging in het economisch leven, voornamelijk in de crediet-wereld heeft gebracht. Het is het deelnemen aan de opbrengsten van de productie-middelen door een papier te bezitten.

Doch, is niet tè veel gezegd, wanneer de continuë bate als

noodwendig vereischte wordt gesteld. Zijn „common shares” van ondernemingen, welke nimmer in staat zullen zijn hierop dividend te betalen, en wier eenige waarde zit in het stemrecht en de kans op een bepaald bedrag bij liquidatie, geen effecten?

Mag men een „claim”, welke toch zelf geen rente- of dividendpapier is, niet onder de effecten opnemen?

Het tweede door L i e f m a n n genoemde element, de „Vertretbaarheid”, het bestaan van vele gelijksoortige stukken, met dezelfde rechten, is een element, 't welk door vele mannen van wetenschap en praktijk wordt erkend als noodzakelijk voor een papier om effect te zijn. Dit element, waardoor de eigenaar kan worden vervangen, waardoor levendige handel mogelijk is, is juist een der meest belangrijke hoedanigheden, welke het effect zulk een uitgebreide toepassing hebben doen vinden en waardoor het zulk een belangrijke rol kan spelen bij de verschaffing van groote kapitalen. Bij de bespreking van de economische functie zullen we hier nader op ingaan.

Mijns inziens is het stellen van het vereischte van het afwerpen van een voortdurende bate wel veelal, doch niet steeds gerechtvaardigd.

De omschrijving van F u c h s lijdt aan dezelfde fout. Hij noemt effecten waardepapieren, welke dienen tot belegging van geldkapitaal en zekere vruchten voortbrengen.

Ook hier moet gewezen op het te streng stellen van het vereischte van vruchtdragen. Doch er is meer.

Wanneer zijn omschrijving wordt toegepast op een schuldbekentenis, wegens geleend geld, waarin de ontleener, de debiteur zich verplicht, welke verplichting in het stuk is opgenomen, tot rente-betaling over het geleende bedrag, dan is deze schuldbekentenis van de zijde van den schuldeischer gezien, een



waardepapier, 't welk dient tot geldbelegging, terwijl zekere vruchten, renten hiervan worden genoten. Toch zal bezwaarlijk zulk een schuldbekentenis een effect kunnen worden genoemd. De fout schuilt hier in het feit, dat niet als eisch is gesteld het voorkomen van vele gelijksoortige stukken, waarvan de inhoud eensluidend is.

Naast het vereischte, dat het papier vruchtdragend moet zijn, stelt F u c h s nog, dat het moet dienen tot belegging van geldkapitaal. Een stuk, 't welk dus is ontstaan niet op grond van gegeven geldkapitaal, kan geen effect zijn.

Uit zijne definitie moet volgen, dat een aandeel, 't welk is gegeven aan degene, welke zijn zaak in een Vennootschap inbrengt, daar toch zijn zaak geen geldkapitaal is, geen effect kan heeten. Evenmin ook de meeste oprichtersaandeelen, terwijl ook de bewijzen van deelgerechtigdheid voorzoover ze niet een geldstorting als contra-praestatie hebben, doch zijn gegeven voor bewezen diensten, geen aanspraak kunnen maken op den naam van effect.

Volgens F u c h s moet dus, en dit achten we ten eenenmale onjuist, een effect middel zijn van geldbelegging.

Bovendien is de uitdrukking beleggen (Anlage) zeker niet steeds te billijken. In het woord beleggen, Anlage ligt iets rustigs, iets duurzaam. Toch worden vele effecten gekocht, zonder dat ook maar eenigszins de bedoeling van duurzaam bezit daarmee verbonden is. Een der eigenschappen van het effect is juist dat het zich dikwijls leent tot speculatie. Het is toch een gewrongen constructie een speculatieve aankoop van effecten te rangschikken onder het rustige, duurzame „beleggings”-begrip.

Tenslotte, al zouden we een dergelijke ruime opvatting van „beleggen” kunnen billijken, en dit zouden we moeten, wanneer ze door de praktijk was geijkt, en inderdaad komt deze

opvatting meer voor, zoo gaat nog deze bepaling niet op, zeer zeker niet voor den laatsten tijd, waar toch in verband met de door den oorlog, de revoluties en de crises veroorzaakte valutadalingen en -schommelingen zeer velen geld hebben „belegd” in vreemd bankpapier, 't welk toch zeker niet tot de effecten kan worden gerekend, ondanks de uitgebreide, levendige handel en speculatie in die papieren.

Voor de beoordeeling van Sattler en Schulze-Gaevernitz leze men hetgeen over Liefmann is gezegd, daar hunne opvattingen met de zijne overeenkomen. Gelijk reeds is opgemerkt ligt in het „fungibel” van Schulze-Gaevernitz het vereischte der „Vertretbarkeit” van Liefmann.

Karl Gareis stelt geen duidelijke bepaling op, doch uit de voorbeelden welke hij geeft, meenen we te mogen besluiten, dat hij vasthoudt aan het vereischte der „Vertretbarkeit”; dat hij echter banknoot en wissel onder de effecten rekent, achten wij onjuist, 't geen zal blijken uit onze eigen meening omtrent effecten.

Nog krachtiger, dan door hem wordt uitgesproken het belichaamd zijn van de vorderingsrechten in het papier, geschiedde dit door het *Duitsche Reichsgericht*,<sup>1)</sup> met de volgende formuleering:

„Die Aktie als Träger des in ihr verbrieften Anteilsrechtes „am Gesellschaftsvermögen, hat die Bedeutung eines selbständigen Gegenstandes des Vermögens unseres Rechtsverkehres „und daher die Bedeutung einer selbständigen Sache”.

---

<sup>1)</sup> Zie *Entscheidungen* XXIII, No. 23, pag. 129.



*Eigen Standpunt:* Om ons eigen standpunt te bepalen en de vereischten, welke wij aan het effect meenen te mogen stellen, juist te omschrijven; voor een goede definieering van hetgeen als effect is te beschouwen, meenen we met *wetenschap* en *praktijk* beide te moeten rekenen.

We zullen moeten nagaan welke papieren in het algemeen door de praktijk als effecten worden erkend, om hieruit een richtsnoer te vinden, doch vooral die, over welke onzekerheid bestaat en vinden dan, dat eenige onzekerheid bestaat aangaande *claims*, *certificaten*, *recepissen*, *dividend-bewijzen*, *coupons* en *talons*.

Ook de mannen der wetenschap zijn het over deze stukken niet eens.

Een algemeen gezichtspunt zal noodig zijn, van waar uit we de papieren beschouwen om te beoordeelen of ze effect zijn, ja dan neen!

Naar onze meening vinden we dat in de tegenwoordige crediet- en ondernemingsorganisatie, de *mobiliseering van het kapitaal*, in het feit, dat een *waardepapier*, uitgegeven in laatste instantie met het oog op kapitaal (in economischen zin), met dat kapitaal tot grondslag, onafhankelijk van dat kapitaal een eigen waarde vertegenwoordigt, kan overgedragen worden, terwijl het kapitaal in dezelfde handen blijft, vruchten en renten oplevert, zonder dat zelfs bezit van productief kapitaal, of ook arbeid daarvoor vereischt is, m. a. w. *zelf vermogens-deel is geworden*.

Voor ons is dus een effect, *dát papier, 't welk wezenlijk bijdraagt tot de mobiliseering van het kapitaal*, (als economisch begrip).

Hiermede is een beslissend standpunt ingenomen en tevens

een toetssteen geboden, waarnaar we de verschillende papieren kunnen beoordeelen.

Om diensten te kunnen bewijzen aan de mobiliseering van het kapitaal, deze te bevorderen, is allereerst noodig het vereischte, door Liefmann genoemd de „*Vertretbarkeit*”, door Sattler omschreven als het „*in grossen Mengen generisch gleicher Stücke vorkommen*”, bij Schulze-Gaevernitz uitgedrukt in het woord „*Fungibilität*”.

Vereischt is dus dat van een papier, om een effect te kunnen zijn, een aantal geheel gelijke, slecht naar de soort bepaalde, met dezelfde rechten toegeruste, of liever, dezelfde rechten belichamende, stukken bestaan. Kortheidshalve noemen we dit het vereischte der *Veelvuldigheid*. Veelvuldig moet dus voorkomen één en hetzelfde recht, belichaamd in volkomen gelijke stukken. Een verschil van serie-letter en nommer wordt hierbij verwaarloosd, daar dit aan de wezenlijke overeenkomst toehoeft.

Waarom is deze veelvuldigheid een vereischte voor een effect, m. a. w. waarom moet een papier, om wezenlijk bij te dragen tot de mobiliseering van het kapitaal aan het vereischte der veelvuldigheid voldoen? Deze vraag moet allereerst beantworden, daar zij de rechtvaardiging vordert van het stellen van een zoo gewichtig vereischte.

Voor de beantwoording is noodig te weten, welke de werking is van het veelvuldigheidsvereischte. Hierdoor is mogelijk, dat het geld, door het effect vertegenwoordigd, in het effect gestoken, en daarmede dus in het productie-proces, aan het productie-proces kan deelnemen, deelhebben aan een onderneming met fabrieken, werktuigen, onroerende goederen, feitelijk dus *vast*, belegd kapitaal wordt, terwijl toch voor den bezitter van het effect, hetwelk vrijwel dadelijk, wanneer hij dat wenscht,



in geld omzetbaar is, het blijft, alsof hij zijn geld nog heeft, bezitter is gebleven van *los* kapitaal.

Wanneer niet een storten van geld de ontstaansgrond van het effect is, verandert er wezenlijk in deze redeneering niets. Alleen is het dan het vorderingsrecht, belichaamd in het effect, op geld waardeerbaar, dat steeds tegen geld te vervreemden is.

Niet geheel juist is, dat steeds het effect tegen geld is te verkoopen. Dit wordt door de meeste schrijvers te sterk naar voren gebracht, terwijl toch vele aandeeleu of obligaties door de lokale aard van de ondernemingen, door het niet aan de beurs ingevoerd zijn en dergelijke redenen, *practisch* onvervreemdbaar zijn. Dit doet echter aan het bovengezegde niets af, daar dan deze practische belemmering of zelfs algeheele verhindering niet voortspuit uit in het effect gelegen hoedanigheden, doch b. v. uit de lokale aard van de onderneming. Het effect als zoodanig blijft zijn karakter van onmiddellijke vervreemdbaarheid behouden.

Het feit, dat dóór het voldoen aan het veelvuldigheidsvereischte, een papier eerst in staat is de mobiliseering van het kapitaal te dienen, is dus de rechtvaardiging van het stellen van dit vereischte.

Wanneer, om te beoordeelen of een bepaald papier een effect is, we hebben geconstateerd dat het voldoet aan het vereischte der veelvuldigheid, is dit een krachtige aanwijzing, dat we met een effect te doen kunnen hebben. Toch zullen er meerdere eischen moeten gesteld worden, daar juist door bij deze ééne eisch te blijven staan, velen tot onjuiste gevolgtrekkingen kwamen.

Ook een *bankbiljet*, een *silverbon*, eenigszins zelfs een *wissel* met haar secundo, tertio etc., voldoen aan dit vereischte. Niet te bepalen is namelijk hoe groot het aantal dergelijke

stukken moet zijn om aan het vereischte der veelvuldigheid.

Is nu een bankbiljet, een zilverbon, een wissel ook een effect? Om dit te beoordeelen moeten we weer terugkeeren en vragen of ze medewerken ter bevordering van de mobiliseering van het kapitaal, of ze karakteristiek zijn voor de tegenwoordige, de effecten-kapitalistische periode.

Dit zijn ze zeker niet. Geen der drie is een instituut voor de mobiliseering van het kapitaal. Ze zijn slechts middel van betaling en vertegenwoordigen geld als ruilmiddel of betalingsmiddel.

Waar de effecten de mobiliseering van het kapitaal bevorderen, wordt voor deze economische- en crediet-functie van het effect een vergoeding vereischt. Welke is nu de vorm der vergoeding? Om dezen vast te stellen is de eenige weg, de waarneming, het bij de practijk in zijn geheele ontwikkeling ter school gaan, en dan zien we, dat deze alleszins gerechtvaardigde vergoeding wordt gegeven in een recht op periodieke vruchten van een bepaald kapitaal, dat door het bepaalde effect mede wordt gemobiliseerd, en, gelijk we onder de behandeling in de volgende afdeeling over de economische functie van het effect zullen zien, daardoor in staat wordt gesteld productief te zijn.

Hiermede zijn we gekomen tot het opstellen van het tweede vereischte, waaraan een papier moet voldoen om effect te zijn:

Een effect moet tevens zijn een papier, *hetwelk direct of indirect recht geeft op periodieke vruchten, winsten, dividenden of renten.*

We moeten de verschillende elementen van dit vereischte nagaan en de juistheid er van aan de bestaande effecten toetsen.



1. Een aandeel is een papier 't welk direct recht geeft op periodieke vruchten, hier dividenden geheeten.

Waarom zijn nu in de omschrijving van het vereischte er de woorden „*of indirect*” ingevoegd? De beantwoording volgt uit de beschouwing, of een „*claim*”, een „*Bezugsrecht*”, onder welken vorm ook belichaamd, een effect is. Welke is de waarde van een claim; waarin ligt de waarde? De eenige beteekenis van een „*claim*” is, dat ze een recht geeft om een effect te verwerven.

Voldoet nu een „*claim*” aan het algemeen vereischte, dat ze bevorderlijk is aan de mobiliseering van het kapitaal?

Ongetwijfeld, daar toch haar eenige waarde gelegen is in het feit, dat er een aandeel m. a. w. een effect, 't welk een direct recht geeft op periodieke vruchten, mede te verwerven is. Door gebruikmaking van de claim krijgt men dus een effect, een direct recht op periodieke vruchten. De claim zelf geeft dus *indirect een recht op periodieke vruchten*.

Ook is er verschil van meening over een *recepis*, of dit een effect is of niet. M. i. zeer zeker. Het is een voorloopig aandeel, met geheel dezelfde eigenschappen. Het voornaamste verschil is gelegen in het geringer aantal handteekeningen dat voor de *recepis* is vereischt, dan voor het aandeel. De economische beteekenis is echter volkomen dezelfde, vandaar dat voor mij geen reden bestaat effecten-karakter aan de *recepis* te ontzeggen.

2. Als tweede opmerking over de omschrijving van dit tweede vereischte kan gezegd, dat met bedoeling gesproken is van een „*recht op periodieke vruchten etc.*” en niet van „welke periodieke vruchten etc. opleveren”. Dit is gedaan om niet in het minst uit te spreken of, en in hoeverre dat recht ook werkelijk kan worden uitgeoefend, ja of er zelfs ooit eenige kans voor verwezenlijking bestaat.

Bovendien is deze uitdrukking juist, daar niet het effect

zelf werkelijk vruchtdragend is, doch slechts een recht op vruchten belichaamt.

3. Een derde opmerking. In de omschrijving van dit tweede vereischte wordt niet gesproken over geldbelegging of eenige andere ontstaanswijze van het effect. Uit onze opmerkingen, gemaakt over de uiteenzetting van Fuchs blijkt voldoende, waarom we ons hiervan hebben onthouden. M. i. toch is de wijze van ontstaan van het effect geen *essentiale*. Veelal ongetwijfeld zal een geldstorting geschied zijn, doch dit is in 't geheel niet absoluut noodig en m.i. ook geen vereischte, om het papier het karakter van effect te geven.

Hoe hebben we *coupons*, *dividendbewijzen* en *talons* te beschouwen?

Zoolang deze stukken zijn verbonden aan het aandeel of de obligatie hebben ze nog geen zelfstandig bestaan.

Doch wanneer coupon of dividendbewijs wordt betaalbaar gesteld en kan worden afgescheiden van obligatie of aandeel, dus een zelfstandig papier is geworden, 't welk zelfs verhandeld wordt, hoe moet dan geoordeeld worden; is dan de coupon, het dividendbewijs een effect? Wat de talon, een papier ter verkrijging van nieuwe coupons of dividendbewijzen (met nieuwe talon) betreft, daarover handelen we straks.

Wat coupon en dividendbewijs aangaat, ook dan, wanneer ze betaalbaar en zelfstandig zijn, meen ik hun het *effecten-karakter* te moeten *ontzeggen*. Ze houden niet in, een recht op periodieke vruchten of renten, doch zijn slechts de middelen om het zoodanige recht van het aandeel of de obligatie (het certificaat, winstbewijs e.d.), waartoe ze behooren, uit te oefenen. M. i. is een coupon of dividendbewijs niets anders dan een *schuldbekentenis*.



Hun doel, hun economische functie is niet de mobiliseering van het kapitaal te dienen, het productie-proces te *steunen*, doch ze zijn niets meer dan het middel, om het recht uit het effect te doen gelden, bestemd om, zoo spoedig mogelijk na hare betaalbaarstelling, juist het op haar verschuldigde geld aan het productie-proces te *onttrekken*.<sup>1)</sup>

Hoe moet een *talon* beschouwd worden?

De verhouding van talon tot een blad coupons of dividendbewijzen + talon is dezelfde als die van een claim tot een aandeel of ander effect. De talon is de belichaming van het recht op coupons of dividendbewijzen = schuldbekentenissen, welke zelf naar we zagen geen effect zijn. Daarom achten we ook de *talon* geen effect te zijn.

Of in een effect meerdere rechten zijn gegeven, als lidmaatschapsrecht in een aandeel, doet voor de begripsbepaling niet ter zake, daarvoor zijn slechts de genoemde vereischten van belang.

Volgens onze meening dus is een effect, *een papier, waarvan meerdere bestaan, geheel dezelfde rechten belichamende, welk papier direct of indirect een recht geeft op periodieke vruchten, winsten, dividenden of renten.*

Eén categorie papieren valt buiten de algemeene bewijsvoering, dat een effect moet dienen de mobiliseering van het kapitaal, schoon niet buiten de zooeven gegeven omschrijving,

---

<sup>1)</sup> De coupon en het dividendbewijs zijn, zoolang ze nog aan obligatie, aandeel e.d. verbonden zijn, te vergelijken met de onrijpe vrucht van een boom; zoodra ze rijp wordt (de Engelschen en Amerikanen noemen het betaalbaarstellen dezer coupons etc. letterlijk *to mature* = rijpen), wordt ze geplukt, afgescheiden en zoo spoedig mogelijk in geld omgezet.

en wel de stukken in *Staats- en Gemeenteleeningen*, obligaties van de leeningen, welke door de overheid worden geplaatst. Deze toch zijn geen bewijzen van deelneming aan het productie-proces, geen hulpmiddelen van de mobiliseering van het kapitaal, terwijl ze toch typisch zijn voor de effecten-kapitalistische periode, en algemeen haar karakter als effect wordt erkend. Ook ik wil ze als zoodanig beschouwen en wijs ter verklaring van deze eigenaardigheid hier op de mogelijkheid van vrucht-dragen zonder onmiddellijke of middellijke hulpverlening aan het productie-proces, juist door de bijzondere positie van de overheid, welke de leening plaatst; het feit, dat deze leeningen noodig zijn voor de huishouding van een geheel volk of andere gemeenschapskring. 't Is een onmiddellijk uitvloeisel van de Staats-opvattingen, tot welker handhaving en behoeften het volk moet bijdragen. De bijzondere positie van deze leeningen blijkt ook reeds uit de mogelijkheid van gedwongen leening.

Feitelijk is een *Staats- of Gemeentelijke leening* niets anders dan *rentegevend gekapitaliseerde belasting voor uitermate groote uitgaven*.

Waar we nu hebben uiteengezet, wat we onder een effect verstaan, is volgend punt van behandeling de economische functie van het effect, en zullen we nagaan welke eigenaardige gevolgen aan het bestaan van effecten zijn verbonden.

---

### § 3. Economische beteekenis van het Effect.

Gelijk we reeds gezien hebben was vóór het bestaan der effecten, in den tegenwoordigen uitgebreiden zin, onmogelijk een verkrijgen van zoo groote kapitalen voor ééne onderneming.



Toen was een leening gebonden aan persoonlijk vertrouwen tusschen geldbezitter en geldbehoevende.<sup>1)</sup>

Door het effect echter is deze toestand geheel veranderd en dit is het eerste gevolg van het effect waarop we de aandacht willen vestigen:

*I. Mogelijk zijn geworden ondernemingen met kapitalen, welke in de millioenen loopen, met honderden en duizenden belanghebbenden, personen, welke er effecten van bezitten.*

Dit is mogelijk geworden door het verschijnsel, dat het geld, 't welk men in een onderneming heeft gestoken, waarvoor men een effect heeft verworven, schoon onmiddellijk deelnemend aan het productie-proces, voor den bezitter van het effect feitelijk als 't ware nog in vlotten toestand in zijn bezit, is door het feit, dat het effect steeds van de hand is te doen.

Waardoor echter is te verklaren, dat in ondernemingen, welke niet gekend worden door de effecten-houders, welke ze ook onmogelijk kunnen kennen, toch het geld wordt belegd?

Hiervoor zijn verschillende redenen:

a. Ten opzichte van aandeelen en dergelijke, nog nader te behandelen effecten, het verschijnsel, dat ten opzichte van effecten met wisselende, onzekere winstkansen, met schommelend dividend, welks hoogte afhankelijk is van de productiviteit der onderneming en van hare verdiensten, steeds een *opti-*

---

<sup>1)</sup> Jakob Strieder betoogt in zijn *Studien zur Geschichte kapitalistischer Organisationsformen* 1914, pag. 100 s.q.q., hoe reeds in de 16e eeuw de gewoonte bestond tegen vaste rente van gewoonlijk 5 % rente geld op te nemen, zgn. „stillliegendes Geld”, gelijk het in dien tijd genoemd werd, doch dit geschiedde niet van een ieder; alleen vrienden, kennissen, verwanten en hooge personen kwamen hiervoor in aanmerking. Groot was dan ook de verbazing, zoo schrijft hij, toen Ambrosius Höchstetter maar van ieder willekeurig persoon geld nam tegen 5 % rente.

*mistische opvatting* gehuldigd wordt. Bijna immer acht men de winstkansen van de aandeelen-onderneming te hoog. Hierover zal nader worden gehandeld bij het aandeel.

Voor al is door v. Petraz<sup>v</sup>yc<sup>k</sup>i in zijn aangehaald werk hierop gewezen.

b. De wetenschap, dat men niet alleen staat als bezitter van een bepaald effect, stemt velen tot gerustheid en zorgeloosheid. De bezitter van een enkel aandeeltje in een onderneming laat gaarne en geheel gerust, trouwens ook vrijwel terecht, de bemoeienissen met de onderneming over aan hen, die met meer kapitaal er in zijn betrokken. Zij zullen wel voor al die zaken zorgen. Uit dezelfde beschouwing vloeit voort de buitengewoon slechte opkomst en geringe belangstelling voor de zaken der Algemeene Vergadering.

Nu is het juist dat degenen, welke met een grooter gedeelte van hun vermogen bij een onderneming zijn betrokken zich om het wel of wee hunner gelden zullen bekommeren en dan tevens ook wel voor den kleinen man zullen waken; tevens is het ook ondoenlijk voor iemand die eenige aandeeltjes heeft, maar bovendien, zooals dat zeer dikwijls voorkomt, bezigheden, welke zijn geheelen arbeid vorderen, om zich ook maar eenigszins op de hoogte te stellen van de toestanden der onderneming, waaraan hij mededeelhebber, belanghebbende is.

Deze tegenstelling tusschen den aandeelhouder met een enkel aandeeltje, den Klein-Aktionär en hem, die een groot gedeelte van zijn vermogen erin heeft belegd, den Grosz-Aktionär wordt uitgebreid geschetst door Dr. Richard Passow.<sup>1)</sup>

Op pag. 126 komt hij zelfs tot deze conclusie:

---

<sup>1)</sup> *Die Wirtschaftliche Bedeutung und Organisation der Aktiengesellschaft* in hoofdstuk 7, pag. 121—127.



„M. E. gehört gerade das Nebeneinander van Grosz- und „Kleinaktionären, die bei den Groszaktionären stattfindende „Personalunion des Unternehmers und des Kapitalisten und „der Gegensatz zwischen diesen Hauptbeteiligten und den „kleinen Aktionären, den „Nur-Kapitalisten'', zu dem typischen wirtschaftlichen Charakter der Aktiengesellschaft''.

Als overal is het ook hier: *gemeenschappelijk risico verslapt de waakzaamheid*.

c. Niet alleen de gedachte, dat degenen, die met meer geld bij de ondernemingen betrokken zijn, wel voor de belangen der effecten-houders zullen zorgen, werkt mede om het effecten-bezit zoo uitgebreid en algemeen te doen zijn, doch ook de overweging, dat de leiding wel zal zorgen, dat de zaken goed gaan, daar anders het crediet natuurlijk een bijna onherstelbaren schok zal krijgen. Als voorbeeld, hoe krachtig deze idee werkt noemt Liefmann in zijn Standaardwerk de leeningen der kleine Oostersche staatjes.

Het feit, dat er duizenden kapitalisten bij betrokken zijn en dus 't crediet bij *niet*-betalen geheel verspeeld zou zijn, doet effecten nemen, zelfs in dergelijke leeningen. Het is voor den enkeling waarborg genoeg, dat het crediet bij wanpraestatie geheel weg zou zijn, om zulke stukken te koopen. Deze zelfde gedachte nu, werkt ook bij het koopen van effecten van ondernemingen.

Uit dit alles zien we, dat een ieder, zelfs de domste, effecten kan bezitten, zelfs volkomen veilig ze zich kan aanschaffen, wanneer hij maar zorgt te koopen de stukken van goed-ingevoerde ondernemingen.

Ofschoon het tweede gevolg van het effectenwezen reeds in het eerstgenoemde ligt opgesloten, willen we het nog afzon-

derlijk vermelden, daar het bovengenoemde de aandacht vestigde op de grootheid der reuzen-ondernemingen, mogelijk gemaakt door het effectenwezen.

Het tweede wijst op de keerzijde der zaak en heeft het oog op den effectenhouder:

II. *Door het effecten-wezen zijn mogelijk ondernemingen waarvan een zeer groot aantal personen genot hebben en vruchten plukken, door het bezit van effecten dier ondernemingen.*

Het is een zeer verblijdend verschijnsel, dat niet enkelen maar genieten van deze ondernemingen, maar dat zeer velen er het voordeel van trekken. Nu is dit nog verschillend. In Duitschland kon het aantal niet zoo groot zijn als in Amerika b.v.; de Deutsche Aktie toch moet, wanneer ze aan toonder zal luiden een minimum nominale waarde hebben van M. 1000; de Amerikaansche Shares echter zijn er tot een bedrag van \$ 1.—, terwijl Engeland het record slaat met de 1 Shillings-share. In Amerika en Engeland zijn dan ook veelal de arbeiders en geëmployeerden der ondernemingen en fabrieken, mede-aandeelhouder der zaak, bezitten zelf effecten der onderneming.

Verblijdend noemden we het feit, dat niet slechts in enkele handen de vruchten kwamen van de groote ondernemingen, maar verdeeld over velen. Robert Liefmann wijst ook hierop:<sup>1)</sup>

„Wenn alle groszen Unternehmungen wie diese (die der „Krupps) in den Händen von einer oder ganz weniger Personen wären, würde eine verschwindende Zahl von Personen „ungeheuer reich sein. Die Einkommensverteilung wäre dann sehr ungünstig”.<sup>2)</sup>

<sup>1)</sup> In zijn werkje: *Die Unternehmungsformen* pag. 77.

<sup>2)</sup> Cursiveering van mij.



Toch is door het effecten-kapitalisme de tegenstelling tusschen bezitter en niet-bezitter verscherpt. Gelijk we reeds opmerkten is nl. door het effect de mogelijkheid om zonder arbeid een bestaan te verwerven, 't welk eertijds slechts voor den groot grondbezitter kon, nu geschapen voor een breederen kring personen. Hierdoor, dus niet door het kapitalisme als zoodanig, maar door het effecten-kapitalisme, is breëder de tegenstelling van arbeidsloos- inkomen- trekkende en arbeider.

Door het feit, dat zeer velen aan de reuzen-ondernemingen deelhebber kunnen zijn, verliest echter de tegenstelling in *diepte*, wat ze in *breedte* won; vooral is dit natuurlijk het geval, waar ook de arbeider zelf deelt in de winsten door effecten te bezitten, gelijk in Engeland en Amerika.

III. *Door effectenbezit is het nu mogelijk, dat de eene onderneming deel heeft in de ander, mèt of tégen haar wil.*

Dit noemen de Duitschers Beteiligug en hierover is vooral geschreven het groote werk van Liefmann: *Beteiligungs- und Finanzierungs-gesellschaften*.

In den breede hierop ingaan is hier niet ter plaatse, doch eenige opmerkingen zullen we er over maken.

Op verschillende wijze kan ontstaan het feit, dat de eene onderneming aan de andere deelhebberschap heeft. Hiervoor is natuurlijk noodig, dat de aandeelen der eene onderneming in 't bezit der andere zijn, daar anders geen werkelijk *deel* hebben plaats heeft. De bedoeling is nl. te teekenen het economisch gevolg van het bestaan van het effect, 't welk uitkomt in den invloed, welken de eene ondereming op de andere kan uitoefenen.

Ook worden wel obligaties, niet stemgerechtigde effecten van ondernemingen door andere bezeten, doch de bedoeling daarvan is meestal, een goede belegging te hebben, b. v. voor

reserves of om op grond van effecten-bezit eigen effecten uit te geven.

Hoe kan nu een dergelijk deelhebben ontstaan?

*a.* Door wederkeerige overeenkomst b. v. koop van de aandelen der eene onderneming door de andere.

Hierbij is dan een wederkeurig meestal gelijk doel, b. v. uitschakeling van de concurrentie of om gemeenschappelijk bezit te verwerven.

*b.* Doordat de eene onderneming schuldenaresse is van de andere, en ten slotte met geen andere middelen kan betalen dan met eigen aandelen; dit kan zeer goed voor een der beide partijen een geheel ongewenschte positie medebrengen.

*c.* Tegen den wil der onderneming wier aandelen verworven worden, kunnen deze worden opgekocht van het publiek.

Aandeelen toch worden gewoonlijk uitgegeven aan het kapitaalbezittend publiek, om der onderneming gelden te doen toevloeien. Over deze aandelen nu, welke dikwijls zeer verspreid zijn, is het onmogelijk eenige contrôle te houden, en zoo slaagt een andere onderneming er meestal in een groot aantal dier aandelen op te koopen, dikwijls zeer tegen den wil der onderneming, wier aandelen het zijn.

*d.* Sub-compagniën, dochter-ondernemingen, filialen, worden vaak als zelfstandige ondernemingen opgericht, terwijl de aandelen, alle of grootendeels in handen zijn van de moeder-onderneming. Dit is een verschijnsel, 't welk vooral bij banken zeer veel voorkomt; onder eigen naam en met uiterlijk volkomen zelfstandigheid, worden provinciale of locale banken opgericht, welke inderdaad niets zijn dan filialen.

*e.* Veelal zijn banken of speciale financierings-ondernemingen, welke de financiering van en emissie voor onderne-



mingen bewerkstelligen, in het bezit van een gedeelte der aandeelen van deze laatste instellingen gebleven, door het feit, dat ze, om welke redenen dan ook, niet van de hand worden gedaan; dat de emissie niet, of slechts gedeeltelijk slaagde.

Ook komt het voor, dat dergelijke instellingen een gedeelte der aandeelen in handen houden om invloed uit te oefenen op een, bij een voortgezet emissie-bedrijf, steeds toenemend groot aantal ondernemingen, waardoor, wanneer ze van één bepaalde soort zijn, een geheele tak van industrie b. v. kan worden beïnvloed.

Veel ook wordt de emissie niet volledig uitgevoerd van die aandeelen, welke afkomstig zijn van ondernemingen, geschikt om nog later tot emissie-, financiering- of andere transacties aanleiding te geven. De hoop op die latere werkzaamheden, waaraan natuurlijk de noodige winsten zullen verbonden zijn, doet een gedeelte der aandeelen houden. Dit is vooral veel voorgekomen bij elektrische- en spoorwegondernemingen.

We moeten nu nagaan welke bedoelingen het zijn, die tot het verwerven van aandeelen in andere ondernemingen kunnen leiden, en tevens het aantal aandeelen, 't welk voor de verwezenlijking dier oogmerken noodig is. Eenige hebben we reeds genoemd, doch voor een juiste behandeling is het gewenscht uit te gaan van het aandeelen-aantal en daarvan te zeggen, waarvoor het geschikt en voldoende is, wat er mede wordt bereikt. Ook in de praktijk zal men veelal uit het aantal aandeelen, 't welk de eene onderneming van een andere bezit, kunnen opmaken de bedoeling welke hierachter schuilt.

a. *Een geheel van de omstandigheden afhangend bedrag* is noodig om *aandeel in de winst* te hebben. B. v. van twee mijnbouw ondernemingen, wier exploitatiegebieden aan elkaar

grenzen, en bij welke er kans bestaat, dat een rijke ader, door de eene geëxploiteerd, doorloopt in het gebied van de ander, is het zeer wel mogelijk, dat deze eerste onderneming een aandeel in de winst zal trachten te krijgen in de andere onderneming, voor het geval inderdaad deze meening mocht blijken juist te zijn. Nu hangt geheel van de waarde, en mate van waarschijnlijkheid welke aan die kans kan worden toegekend af, in hoe groote mate de deelneming aan het aandeelenkapitaal zal plaats grijpen.

*b. Weinig aandeelen:* een gering aantal is voldoende om *cenig inzicht* in de onderneming te krijgen, deel te kunnen nemen aan de algemeene vergadering van aandeelhouders, mede te kunnen spreken over en luisteren naar de mededeelingen aangaande den stand van zaken. Voor zoover slechts een zeker *inzicht* in den gang van de onderneming is beoogd, kan volstaan met een verwerven van een gering aantal aandeelen. Zulk een inzicht kan noodig zijn, om te onderzoeken of een meerdere verwerving ook gewenscht zou kunnen zijn, en om iets te weten van de plannen der andere onderneming.

*c. Grooter aantal aandeelen:* Meerdere aandeelen, dan voor het sub *b* geschetste doel zijn noodig om een *bepaalden invloed* te kunnen doen gelden op de onderneming, wier aandeelen worden bezeten; om in de Algemeene Vergadering een macht te zijn, waarmede rekening moet worden gehouden; om in bepaalde gevallen, waarin kan gerekend op den steun van een deel der andere aandeelhouders, zijn wil door te zetten.

Een dergelijke deelneming is noodig voor het verkrijgen van een bepaalde *risico-verdeeling* tusschen beide ondernemingen. Wanneer de een met winst, de ander met verlies of althans met geringer voordeel heeft gearbeid, wordt het verschil hierdoor verminderd. Zijn *wederkeerig* de ondernemingen met



een belangrijk aantal aandeelen aan elkaar deelgenoot, dan ontstaat hierdoor een wederkeerige risico-verdeeling, welke moeilijke tijden zonder te groote nadeelen kan doen doorworstelen.

Dikwijls is ook het doel de concurrentie te verminderen; het afzetgebied onderling te verdeelen e. d.

Al deze gevolgen kunnen echter ook worden bereikt door *contracten* dienaangaande te sluiten, een weg, welke althans in *Duitschland* meer wordt bewandeld, dan het verwerven van aandeelen.

*d. Meer dan de helft der aandeelen:* een zoo groot bezit geeft het middel om de andere ondernemingen geheel te *beheerschen*.

In de meeste landen is, tenzij de statuten anders bepalen, het stemrecht aldus geregeld, dat de helft + één, de volstreckte meerderheid der aandeelen, tevens de volstreckte macht geeft. Elk aandeel heeft namelijk recht op één stem.

In ons land is, hoewel de wet voorschrijft dat zoo er minder dan honderd aandeelen zijn, niet meer dan 3, zoo er meer dan honderd aandeelen zijn, niet meer dan 6 stemmen door één aandeelhouder mogen worden uitgebracht, de mogelijkheid om *stroomannen* te machtigen, voldoende om de wet te ontduiken en hare toepassing illusoir te maken.

Door het bezit van een zoo groot aantal aandeelen is mogelijk een *fusie* te bewerkstelligen, waardoor een der ondernemingen hare zelfstandigheid zou inboeten. Zelden echter wordt hiervan gebruik gemaakt.

Economisch worden wel eenerzijds dezelfde gevolgen beoogd, als bereikt zouden worden door volledige fusie, doch anderzijds roept men, door het niet tot volledige fusie overgaan, mogelijkheden in het leven, welke belangrijke voordeelen kunnen afwerpen.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> Welke zijn de redenen, waarom bij het bestaan van de mogelijk-

Niet elke handeling is echter toegestaan aan de beheerschende onderneming bij een bezit van meer dan de helft aandelen, wanneer de beheerschte onderneming in stand blijft. Hierop

---

heid om tot fusie over te gaan, hiervan dikwijls geen gebruik wordt gemaakt?

1. De kosten aan een fusie verbonden, worden hierdoor vermeden.

2. Indien de andere onderneming al een gevestigde is, heeft ze door dit feit alleen reeds een goeden naam, welke b.v. ten einde succes te hebben bij een beroep op de geldmarkt, met het oog op kapitaalsuitbreiding, van groote waarde kan zijn.

3. De onderneming, welke door fusie hare zelfstandigheid zou verliezen, kan belangrijke, voordeelige, zeer winstgevende contracten gesloten, concessies verworven hebben, welke door de fusie zouden ontbonden worden, vervallen, zoodat groote winstderving het gevolg zou kunnen zijn.

4. Door de onderneming niet te ontbinden, maar haar zelfstandig te laten bestaan, is het ten allen tijde mogelijk haar weer geheel los te laten, door de aandelen te verkoopen. Mocht ze in ongunstige omstandigheden geraken, dan kan men zijn belangen in die onderneming, daar toch veelal reeds van te voren door de regeerende partij een dergelijke achteruitgang zal zijn te constateeren, van de hand doen, alvorens de verliezen komen.

5. Veel wordt gebruik gemaakt van een dergelijke verhouding tusschen twee of meerdere ondernemingen, om door allerlei transacties, door verkoop van goederen van de eene onderneming aan de andere, met spoedig gevolgde terugkoop tegen gewijzigde prijzen, door balansverschuivingen, boekwinsten te maken ten voordeele van de onderneming welke men daarvoor maar uitkiest; dit zal natuurlijk zijn, die, waarin de heerschende partij het grootste belang heeft. Aldus kan ten behoeve van de eene onderneming, de andere geheel worden uitgebuit. Door zich, wanneer de toestand onhoudbaar blijkt te zullen worden, van de aandelen dier onderneming te ontdoen, vallen dan de klappen op de hoofden van de aandeelhouders uit het publiek.

Een dikwijls gevolgde methode is ook de beheerschte onderneming met (gelijk later blijkt vrijwel of geheel waardelooze garanties te overladen, waarin zij zich verbindt op de aandelen of obligaties der andere onderneming een bepaald percentage te zullen betalen, indien de emitteerende onderneming zelve in gebreke blijft.

Door deze garanties stijgen de emissie-koersen der aandelen van



is door geen der schrijvers zoo nauwkeurig de aandacht gevestigd als door Edward Sherwood Mead.<sup>1)</sup>

Laat men de onderneming, van welke men de meerderheid der stemhebbende effecten bezit, zelfstandig bestaan, dan is er, bij gelijke belangen, geen vrees voor tegenstand, wanneer men regelend of concurrentie-werend wil optreden. Een verdeling van de afzet-markt, een tarief-bepaling zal zonder moeilijkheden kunnen worden doorgevoerd. In dergelijke gevallen is zelfs niet de meerderheid noodig, althans wanneer geen andere partij, welke goed georganiseerd is, en andere bedoelingen heeft, moet in de macht gehouden worden. Bij het feit, waarop vooral door Von Petrazyski en Von Passow is gewezen, en waarvoor ze verklaringen hebben trachten te geven, dat de minderheid zich zelden organiseert en met het oog op het gemeenlijk slecht bezoek van de algemeene vergadering, kan met minder dan een meerderheid, dan de helft zelfs, — met een krachtige minderheid worden volstaan, en toch de heerschappij zeker zijn. Dit geldt echter

---

de beheerschende onderneming. De emissie slaagt, terwijl dikwijls een hoog agio wordt behaald.

Straks blijken de garanties waardeloos te zijn, de garandeerende onderneming gaat bankroet, doch reeds heeft de andere onderneming zich van hare stukken, waarmede ze de beheerschte onderneming in haar macht had, ontdaan (zij toch wist hoe de zaken zouden loopen) en de agio-buit is binnen.

Een schets, hoe groote winsten bij het beheerschen van andere ondernemingen zijn te maken, geeft Liefmann in zijn groot werk (pag. 464), waar hij als voorbeeld neemt de Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft en hare transacties met de door haar sinds 1897 beheerschte Bank für elektrische Unternehmungen.

<sup>1)</sup> In zijn in het jaar 1918 in 3en druk verschenen *Corporation Finance*, hoofdstuk XXVIII, *Consolidation of Corporations*, pag. 338, 399.

alleen wanneer geen maatregelen worden genomen, waardoor de andere aandeelhouders tot een krachtig verzet worden geprikkeld; wanneer dus hunne belangen te veel zouden worden geschaad.

*e. Alle aandeelen.* Is echter het belang van de beheerschen- de onderneming, of van de onderneming welke door aandeelen- verwerving tracht te komen tot het beheerschen van een andere onderneming, *lijnrecht tegenover* dat der beheerschte (of toekomstig beheerschte) onderneming, zoodat het gevolg van de heerschappij zou zijn een aanslag op de exploitatie, althans een belemmering daarvan, 't liefst natuurlijk een geheel stop zetten, een geheele stillegging van zaken, — dan is noodig de *geheele aandeelenvoorraad* te bezitten, daar anders een gerechtelijke aanklacht van de zijde der overige aandeelhouders het gevolg zou zijn van het belemmeren der activiteit van de onderneming, het handelen tegen hetgeen in de acte van oprichting en de statuten als doel der vereeniging is aangegeven. Hierdoor zouden de andere aandeelhouders worden gedupeerd, daar toch, waar geen arbeid wordt verricht of deze wordt verminderd, ook de winsten, en daarmee de dividenden ophouden of dalen. Bij dergelijke verhoudingen is dus noodig bezit van alle aandeelen.

Dit is practisch echter bijna steeds onmogelijk. Steeds zullen er aandeelhouders zijn, welke hunne aandeelen niet verkoopen. Blijkt het onmogelijk te zijn, alle aandeelen te verwerven, dan kan toch nog het beoogde doel worden bereikt, door aan de overige aandeelhouders een bepaald dividend te garandeeren. Deze vormen de minderheid; want, om zijn wil door te zetten is, althans bij geheele tegenstrijdigheid van belangen, een meerderheid noodig; gelijk we boven zagen is anders, wanneer



niet tot krachtig verzet wordt geprikkeld, een sterke minderheid voldoende.

In zulk een geval zullen de aandeelhouders zich bij de beslissingen der meerderheid neerleggen, daar de reden tot verzet hiermede wegvalt. Hun tegenstand toch werd geboren uit het feit, dat de dividenden zouden zakken of geheel achterwege blijven. Wordt hun een behoorlijk dividend verzekerd, dan hebben ze er geen belang meer bij, zich te verzetten.

Al meer en meer heeft het deelnemen door de eene onderneming aan de andere door middel van effecten-bezit, zich uitgebreid en heeft zich eindelijk ontwikkeld tot een geheel bepaalde, bizondere werkzaamheid, welke eigen instituten heeft in de *Holding Companies*. Hierover nog een enkel woord.

De *Holding Company*, de *Kontrollgesellschaft*, gelijk ze in Duitschland wordt genoemd, is een onderneming, welke van andere ondernemingen de meerderheid, of een tot beheersching voldoende krachtige minderheid, van de stemgerechtigde effecten aankoopt, waardoor ze, tot zelfs een geheele tak van industrie, kan beheerschen. Vooral in de *Spoorwegondernemingen* en de *New-York tram-maatschappijen* is dit gezien en ten onzent is de *Koninklijke Nederlandsche Petroleum-Maatschappij* een zeer belangrijke *Holding Company*. Geheele systemen zijn aldus ontstaan, door het feit, dat de door de *Holding Company* beheerschte onderneming of ondernemingen, zelf weer een of meer andere in hun macht hadden. Bekend zijn de Amerikaansche *Spoorweg-systemen*, over wier inrichting en werkzaamheden veel is bekend gemaakt door de in 1905 ingestelde *Interstate Commerce Commission*.

Als resultaat van haar onderzoekingen bleek, dat van de \$ 18.227.196.401 Effecten, en wel \$ 9.342.961.476 Obligaties

en \$ 8.884.234.925 Aandeelen, zich in handen van het publiek bevonden \$ 7.902.600.969 Obligaties, dat is 84.6 % van het geheele bedrag en \$ 4.769.382.935 Aandeelen of 53 %.

Waar, in verband met de slechte opkomst ter algemeene vergaderingen, het aantal aandelen om een onderneming te beheerschen gewoonlijk niet veel meer behoeft te bedragen dan 40 %, blijkt, dat, waar 47 % der aandelen *niet* in handen van het publiek zijn, maar, gelijk ook is geconstateerd in de rapporten der genoemde Commissie, in het bezit van *andere*, dan de emitteerende Spoorwegonderneming, er een geheel beheerschingssysteem, of liever, vele van zulke systemen bestaan bij de Spoorwegondernemingen in Amerika. Eenige der belangrijkste systemen zijn de *Harriman-groep*, waartoe behoort de *Oregon Short Line Railroad Cy.*, de *Pierpont Morgan-groep* beheerschend de *Southern Railway Cy.*, *Atlantic Coast Line Railroad*, en *Erie Railroad Cy.*, als grootste de *Gould-groep* met als voornaamste lijnen de *Missouri Pacific Railway Cy.*, de *Denver & Rio Grande Railway Cy.* en de *Wabash Railroad Cy.*

Door een groep worden dan zeer vele ondernemingen beheerscht en gecontroleerd, daar, gelijk boven opgemerkt, vele der beheerschte ondernemingen weer in andere de macht in handen hebben. Zoo is de mogelijkheid geschapen, dat door effecten-bezit een kleine groep kapitalisten een groot complex ondernemingen beheerscht.

Daar telkens slechts de helft, of nog minder veelal, van het stemgerechtigd kapitaal behoeft te zijn verworven, is de gelegenheid daartoe geboden. Veelal is toch slechts een gedeelte der aandelen stemhebbend; althans zijn de obligaties, welke toch ook kapitaal vertegenwoordigen, niet noodig is om de heerschappij te verwerven. Bovendien kan door het feit, dat een



gedeelte der aandeele niet volgestort behoeft te zijn (daar ze toch niet aan het publiek gaan), met nog veel geringer bedrag worden volstaan, om enorme kapitalenmassa's te beheerschen. Elke schakel, welke wordt ingevoegd in de keten, welke gevormd wordt door de successievelijk beheerschende, tevens beheerschte ondernemingen, geeft gelegenheid, het kapitaal, noodig om het complex te beheerschen, tot de helft te verminderen, dikwijls zelfs tot minder.

Een onderneming met f 10.000.000 kapitaal, verdeeld in f 5.000.000 obligaties, f 2.500.000 stemgerechtigd en f 2.500.000 stemloos aandeelekapitaal, kan aldus beheerscht door een bezit van f 1.125.000, meestal is zelfs voldoende f 1.000.000 stemgerechtigde aandeele. Zeer wel is mogelijk dat de obligaties zijn uitgegeven met als zekerheid andere effecten, stemgerechtigde aandeele van eenige andere ondernemingen, met een gezamenlijk kapitaal van aandeele en obligaties van b. v. f 25.000.000. Ook deze sub-ondernemingen kunnen elk, of eenige van hen, weer andere ondernemingen beheerschen, zoodat het systeem nog verder vertakt; doch dit laten we verder achterwege.

Door nu een Holding Company op te richten, welke f 1.125.000, dus de helft van het stemgerechtigde aandeelekapitaal onzer eerstgenoemde onderneming, welke zelf ondernemingen, met een kapitaal van f 25.000.000 beheerscht, verwerft, heeft deze Company haar in haar macht. Nog kan, hiervan onafhankelijk, een andere Holding Cy. worden opgericht, welke andere ondernemingen met een kapitaal van f 25.000.000 eveneens met f 1.125.000 beheerscht. Dit is een verschijnsel, 't welk in de praktijk zeer zeker voorkomt. De eerste Holding Cy., verwerft nu van het stemgerechtigd aandeelekapitaal der andere, 't welk b. v. f 500.000 is, de helft,

alzoo f 250.000 aandeelen en verhoogt hiervoor haar eigen kapitaal van f 1.250.000 tot f 1.500.000.

Met dit kapitaal van f 1.500.000 beheerscht zij dus een aantal ondernemingen met gezamenlijke kapitalen à f 50.000.000. Van dit kapitaal van f 1.500.000 is slechts stemgerechtigd f 500.000; doordat van deze Holding Cy een kapitalist f 250.000 bezit is het kapitaal, benoodigd om f 50.000.000 te beheerschen, geslonken tot f 250.000.

Nog kan de mogelijkheid bestaan, dat inderdaad het benoodigde kapitaal veel geringer is; gewone aandeelen, common of ordinary shares, worden, gelijk we later zullen zien, dikwijls ver beneden pari uitgegeven, doch vormen veelal *stemgerechtigd kapitaal*.

Hieruit zien we, dat bij een voortgaande verwerving van aandeelen door beheerschende, doch dan ook zelf weer beheerschte ondernemingen met zeer geringe geldsommen, enorme kapitalen kunnen worden beheerscht. Dat vèrstrekkende gevolgen met zich kan brengen, is duidelijk; zoowel ten goede als ten kwade. Concurrentie kan worden uitgeschakeld, arbeidsverdeeling zeer ver doorgevoerd; onnoodige productie nage laten; wederkeerige bevoordeeling bepaald; aanschaffings- en transportkosten door gemeenschappelijke actie worden verminderd; eenheid, centralisatie in het beheer wordt er door mogelijk.

Echter groot nadeel is, dat er geknoeid kan worden, in een mate, welke anders onmogelijk zou zijn; vooral de speculatiemogelijkheden worden er in zeer ruime mate door geboden.

Hiermede zijn we gekomen tot een volgend punt, wat betreft de economische beteekenis van het effect.

IV. *Door de effecten is een ruim terrein van speculatie geschapen.*



Op het terrein van de speculatie vooral, treedt in het licht het onderscheid tusschen effecten, welke een vaste rente dragen, en die, welke verbonden zijn met de winstkansen van de ondernemingen, welke alleen eenige uitkeering ontvangen bij verdiensten der ondernemingen, en waarbij de hoogte der uitkeeringen, geheel of althans meer of minder afhankelijk is van de inkomsten der onderneming. Hiertoe behooren de aandelen, bewijzen van deelgerechtigheid, actions de jouissance, certificaten e. d., kortom de effecten, welke wisselend dividend als vrucht dragen.

Door het veranderlijke in de winstuitkomsten der ondernemingen, zijn ook de winstkansen der aandelen enz. zeer wisselvallig. De meer of minder hooge verwachtingen dienaangaande worden uitgedrukt in de koers. De verbinding van het effect met de beurs, welke van de aldaar ingevoerde effecten, dagelijks de waarde noteert, is een groote bevorderende factor voor de speculatie.

Het feit, dat de effecten steeds van de hand kunnen gedaan worden, het recht op wisselende uitkeeringen, en hare verbinding met de beurs zijn de elementen welke ten eerste de speculatie in deze waarden vergemakkelijkt.

Het groote nadeel 't welk gelegen is in speculatie is, dat degenen, welke gelijk we straks zullen zien, in het groot speculeeren, geen belang hebben bij een gezond productie-proces, doch alleen bij de koersschommelingen.

We onderscheiden twee groepen speculanten, waarvan de eerste vrijwel ongevaarlijk is voor de maatschappij, en alleen zichzelf benadeelt, de andere echter buitengewoon groote nadeelen aan het maatschappelijk leven kan bereiden.

A. Als eerste groep beschouwen we *degenen welke, zonder wezenlijk overzicht over winst- en verlieskansen, gaan specu-*

*leeren op rijzen of dalen van een effect.* Wanneer zoo iemand eenige geruchten heeft gehoord, gaat hij, zonder ze te hebben gecontroleerd, ja zelfs zonder ze te kunnen controleeren veelal, daarop af, en speelt in het effect, 't welk de geruchten betreffen. Bijna steeds is dit een wagen in den blinde, en iemand uit de bankwereld, een man van praktijk dus, welke ook zeer veel met dergelijke speculanten in aanraking kwam, verzekerde mij, dat men evengoed een speld kan nemen en blindeling in een bundel effecten prikken. Welke men raakt, daarin speculeere men. „Dit geeft zelfs de beste kans op succes”. Waarop deze conclusie gegrond moet zijn, kan ik niet beoordeelen; althans voor hare juistheid, sta ik niet in.

B. De tweede categorie speculanten is een *doelbewuste, met kennis van zaken toegeruste, doch daarom ook veel gevaarlijker groep*. In hen komt waarlijk uit, de oorspronkelijke beteekenis van het woord speculaties < speculari: *voorzien* van de kansen om te winnen, om deze te verwezenlijken; van de verlieskansen, om ze te ontwijken en te vermijden.

Claudio Jannet noemt deze speculatie agiotage.<sup>1)</sup>

Het is een inwerken op hausse en baisse, welke bijna steeds werkelijk het gevolg zijn van economische oorzaken, door deze aan te wakkeren, te overdrijven en aldus de koersschommelingen te vergrooten.

Ze vallen in twee soorten uiteen, *haussiers* en *baissiers*, of gelijk ze in Engeland en Amerika heeten: *bulls* (naar het gelijknamig dier 't welk in zelfvertrouwen den kop fier opheft) en *bears* (met den kop naar den grond), al naar gelang ze goede tijdingen dan wel kwade geruchten verspreiden.

---

<sup>1)</sup> t.a.p. Hoofdstuk IX, pag. 336, s.q.q.



Niet dat deze twee klassen scherp afgescheiden zijn, want een en dezelfde speculant zal nu eens op hausse, dan op baisse spelen, doch streng kan worden onderscheiden waar de bedoelde koersverandering naar boven of naar beneden, en naar de gebruikte middelen, gunstig of ongunstig stemmende ten opzichte van de onderneming.

Hierin komen beiden overeen, dat een rustige, geleidelijke ontwikkeling, welke voor het productie-proces zoo gewenscht is, voor hen het grootste nadeel beduidt. Er moet rumoer zijn; plotselinge veranderingen zijn voor hen 't meest gewenscht.

Wie zijn nu deze menschen? We hebben ze omschreven als personen welke doelbewust, met kennis van zaken toegerust, hun weg gaan. Het zijn degenen, welke op de ondernemingen, in wier aandelen ze speculeeren, invloed uitoefenen. Vooral wanneer het een beheerschen is geworden door een bepaalde groep personen, kan door allerlei middelen de koers in gedurige wisseling gehouden worden. Vergelijk hierover wat aangaande de Holding Cy is geschreven.

Niet slechts worden bestaande feiten schromelijk overdreven en tot hun doel uitgebuit, doch ook is het hun streven zelf de gebeurtenissen in het leven te roepen, welke het gewilde gevolg, hausse of baisse, moeten hebben.

De ondernemingen, welke onder invloed of heerschappij van dergelijke speculanten staan, kenmerken zich dan ook steeds door groote onrust. Van gelijkmatige dividenden-verdeeling, welke toch krachtens goede dividenden-politiek voor het economisch leven het meest gewenscht is, is hier geen sprake.

Niet verwachte dividenden worden plotseling als extra-dividend uitgekeerd, terwijl een volgende maal juist het tegen-gestelde geschiedt, en winsten, welke men zeker als dividend verwachtte, worden achter gehouden. Gevolg van dergelijke

dividenden-politiek is een gestâge onrust, welke beïnvloed wordt door het minste gerucht en zich weerspiegelt in sterke koersschommelingen, welke door de speculanten worden benut om er hun voordeel uit te slaan.<sup>1)</sup> Doch niet alleen de dividenden-politiek is onvast. Telkens staan nieuwe verrassingen op het program:

Kapitaals-uitbreidingen, -verminderingen, Leen- en Pacht-, en andere contracten, fusie, het gerucht, dat een poging zal worden gedaan door een andere onderneming om door opkopen der aandeeleu de heerschappij te verwerven, zelf deelnemen door aandeeleu-verwerving aan andere ondernemingen, verkrijging van z. g. n. zeer waardevolle patenten. Vooral bij het, door meer dan de helft der aandeeleu van een andere onderneming te bezitten, beheerschen daarvan is door de balans-verschuivingen mogelijk nu eens de eene, dan weer de andere onderneming te doen bloeien. Alsdan kan een beurte- lings koopen en verkoopen der aandeeleu enorme winsten be- reiden aan de speculanten.

Veel worden ook valsche geruchten verspreid. Claudio Jannet schrijft:<sup>2)</sup> „les faux bruits répandus à la Bourse „sont une des manoeuvres les plus coupables au point de vue „moral: elles transforment la speculation en vol”.

Toch is het bestrijden van dit kwaad uiterst moeilijk; de geruchten verspreiden zich onmiddellijk en de herkomst is onnawijjsbaar.

---

<sup>1)</sup> Beruchte processen zijn gevoerd over het feit, dat couranten waren omgekocht om onware geruchten te verspreiden. Groote som- men zijn hieraan gespendeerd door de speculanten. Hierover leze men o.a. Claudio Jannet, t.a.p. hoofdstuk V, § 8, pag. 171, s.q.q.

<sup>2)</sup> t.a.p. op pag. 375.



Voor al in eigen aandeeleu is veel, en met name door banken, gespeculeerd.

In Duitschland verbiedt § 226 H. G. B. dan ook met het oog hierop de Aktiengesellschaften, eigen Aktien te verwerven, noch ook in pand te nemen, tenzij 't handelt om „Rückkaufskommission”.

In hoeverre ten onzent inkoop van eigen aandeeleu wettelijk geoorloofd is en praktisch gewenscht kan zijn, kan nader beoordeeld bij de behandeling der Naaml. Vennootschap.

Claudio Jannet geeft <sup>1)</sup> het volgende aan den wetgever ter overweging:

„Le rachat de leurs actions par les sociétés anonymes devrait leur être interdit et considéré comme un délit pour les administrateurs..... Il faut défendre aussi aux sociétés de faire des avances sur leurs actions, de les prendre en report ou de les faire reporter”.

Dat speciaal tegen speculatie in eigen aandeeleu gestreden wordt is duidelijk, omdat hier de speculant niet slechts invloed en kennis heeft, doch volstrekt inzicht en macht, zoodat vrijwel naar willekeur kan gehandeld.

Nog zij even gewezen op het verschil tussehen hausse en baisse. Een stijgen van de koers gaat gewoonlijk langzamer met geringer puntenaantal, een dalen echter gaat plotseling met groote sprongen. Dit verschil zit in de psyche van den mensch. Goede tijdingen, teekenen van een goeden gang van zaken brengen een gerustheid en kalme verzekerdheid mede, terwijl vrees een veel krachtiger emotie is, ze werkt dieper in. Door de kwade geruchten bevreesd, werkt de schokkende mededeeling ook aldus op de koers, dat ze met schokken valt.

---

<sup>1)</sup> Op pag. 185 8o.

V. Nog kan worden vermeld als *gunstig* gevolg van het effectenwezen en wel door het feit, dat aldus groote vermogens bijeen zijn te brengen en een sterk doorgevoerde risico-verdeeling mogelijk is, dat vele *uitvindingen*, welke later van practisch nut zijn gebleken, doch wier toepassing wegens de uitermate groote kosten eraan verbonden, en de onzekerheid van succes, veel te groot risico zou leggen op de schouders van een of enkelen, zijn in praktijk gebracht alleen door het feit, dat door de effecten een groote risico-verdeeling kon worden bewerkt. Vandaar dat vele ondernemingen zijn opgericht, alleen met het doel een bepaald patent of een uitvinding in praktijk te brengen.

Veel, wat anders verloren zou zijn gegaan op allerhande gebied, is door het effectenwezen voor ons behouden gebleven.

VI. Door Claudio Jannet wordt <sup>1)</sup> nog als voordeel der aandeelen-ondernemingen genoemd het feit, dat juist hierdoor vele ondernemingen nog in privaat bezit en beheer zijn, welke anders publiek zouden zijn, door of vanwege de overheid geëxploiteerd.

Blijkbaar heeft hij hier vooral het oog op spoorwegen, tram-ondernemingen, gas, waterleiding, electriciteitsondernemingen e.d., welke een eenigszins publiek karakter hebben, doch beter privaat kunnen beheerd worden. Aldus een tegenstand tegen het zoo sterk gepropageerde socialisatie-streven.

Onmisbaar is deze invloed, schoon niet zoo sterk meer als in den tijd toen door Jannet deze regelen werden geschreven.

Als voordeel moet dit worden beschouwd, daar toch, zoo eenigszins mogelijk, privaat-bedrijf moet blijven gehandhaafd: privaat-bedrijf regel; socialisatie uitzondering.

<sup>1)</sup> Op pag. 165, Hoofdstuk V, § 6.



## HOOFDSTUK II.

---

### Ondernemingen op Aandeelen.

#### § 1 Inleiding.

Waar we nu *begrip* en *economische functie* van het effect hebben nagegaan; gezien hebben de groote beteekenis, welke het effect heeft voor het economisch leven, en vooral voor de ondernemingen, is thans aan de orde de ondernemingen te behandelen, welke zijn verbonden met effecten, en dan wel in het bijzonder met aandeelen.

We hebben gezien in § 3 van het eerste hoofdstuk, hoe telkens weer, bij elk der punten, daar behandeld, de onderneming optreedt. Het grootste belang heeft dus blijkbaar de onderneming bij het feit, dat er effecten zijn.

Echter niet elke onderneming, welke effecten kan uitgeven of uitgeeft, zullen we behandelen. Waar ons hoofddoel toch gelegen is bij de effecten der Naamlooze Vennootschap, meenen we te kunnen volstaan, met de behandeling van *die ondernemingen, welke in verband staan met de Naamlooze Vennootschap, of hare effecten, zij 't ook in slechts zijdelingsch verband. Diè ondernemingen en dezulke, welke door hare effecten overeenkomst vertoonen met de economische werking van de Naamlooze Vennootschap door hare effecten, b. v. door speculatie, beperkte verantwoordelijkheid der aandeelhouders e. d., zonder dat ze zelf daardoor Nl. Venn. of een overeenkomstige ondernemingsvorm in het buitenland zijn.*

Hierom laten we buiten behandeling de verschillende instellingen, welke ook wel effecten kunnen uitgeven, doch welke niet van belang zijn voor ons. Een gemeente kan een obligatieleening plaatsen. Schoon in anderen zin, zijn toch ook de Coöperatieve Vereenigingen „op aandeelen” mogelijk.

We meenen voldoende ter algemeene oriëntteering te geven, wanneer we eenige instituten behandelen, en van vroeger en van heden, welke meerdere of mindere overeenkomst, in een of meerdere opzichten toonen met de Naamlooze Vennootschap. Dit alles zal kortelijks worden behandeld, om daarna breeder in te gaan op de Naamlooze Vennootschap zelf.

---

## § 2. Eenige dier instellingen.

### A. *Societates Publicanorum.*

Reeds in het oude Rome schijnt een uitgebreide *speculatie* te hebben bestaan. Het middelpunt hiervan, als 't ware te beschouwen als een effectenbeurs, is geweest nabij de tempel van *Janus*. Dagelijksche koersschommelingen in de aldaar verhandelde papieren hebben aanleiding gegeven tot een waarlijk volkomen effectenspeculatie, met hare winsten en verliezen, haar knoeien en het verspreiden van valsche geruchten.

Welke waren de objecten van deze speculatie?

De *partes*, aandeelen welke werden uitgegeven door de vereenigingen der publicani, societates welke de belastingen vaststelden en inden. Naar gelang van den stand en gang van zaken der societas, der politieke en militaire gebeurtenissen, was er een rijzen en dalen van de waarde dier „partes” welke een speculeeren op „hausse” en baisse” mogelijk maakte.

De rijke particulieren, welke geen handel dreven of voor zich lieten handelen, of den landbouw beoefenden, hadden twee



wegen om hun geld productief te maken. Ze leenden het uit, of wel, ze kochten er de aandelen, „partes” van de genoemde societates voor.

Naar M. A. Deloume meedeelt<sup>1)</sup> waren deze societates niet anders dan *Commanditaire Vennootschappen op Aandeelen*, welke de belastingregeling hadden.

Door Augustus zijn deze belasting-toewijzingen, opgeheven en hiermede, was de reden der koersschommelingen voor de aandelen vervallen. Tengevolge hiervan eindigde de speculatie.

Overigens schijnen de Romeinen geen ondernemingen op aandelen voor industriele doeleinden of voor den handel te hebben gekend.

#### B. *Bank van St. George en de Luoghi dei Monti.*

De *Bank van St. George* te *Genua*, in 1407 opgericht gaf eerst een vaste rente. Ze was ontstaan uit de samenvoeging van verschillende crediteuren van den staat. Deze hadden ter voldoening van de rente hunner geleende geldsommen het recht op een gedeelte der belastinginkomsten van den staat. Wat hunne bron van inkomsten betreft zijn de deelhebbers aan deze bank zeer goed te vergelijken met de aandeelhouders der bovengenoemde societates in het oude Rome.

Eerst ging het goed met de bank, en kon ze de vaste rente welke was bepaald, betalen. Doch in 1409 zou een bankroet hebben moeten volgen, daar uit de Staatsbelastingen, welke zij ontvingen, geen voldoende rente was te betalen.

Toen is, in 1409 door den nood der omstandigheden gedwongen, in plaats van vaste rente, een dividend uitgekeerd,

---

<sup>1)</sup> In *Les Manieurs d'argent à Rome*

terwijl tevens de wijziging voor de toekomst, aldus zou zijn en blijven. Van Crediteuren, welke vaste rente ontvingen, gelijk Obligatiehouders alzoo, werden de vroegere staatsschuldeischers dus aandeelhouders met recht op wisselend dividend, volkomen gelijk aan de straks genoemde aandeelhouders der societates publicanorum.

Terwijl door Deloume, de societates Commanditaire Vennootschappen op aandeelen worden genoemd, zijn velen van meening de *Sint George's Bank* van *Genua* als feitelijk Naamlooze Vennootschap te moeten beschouwen. Aldus Strieder;<sup>1)</sup> ook Prof. Diepenhorst.<sup>2)</sup> Claudio Jannet<sup>3)</sup> is niet geheel duidelijk, doch schijnt in het midden te willen laten welk karakter ze heeft: Naamlooze Vennootschap of Commanditaire Vennootschap op Aandeelen.

Is de Bank opgericht door de Staatsschuldeischers gezamenlijk, met geen ander doel, dan om rente van hun geleend geld, door eendrachtig optreden van den Staat te verkrijgen, te welken behoefte hun een gedeelte der belastinginkomsten werd afgestaan, dan leidt 't mijns inziens geen twijfel of, na de omkeering in 1409 tot dividend uitkeerende aandeelenbank, is deze een onderneming van het Naamlooze Vennootschaps-type.

Is echter integendeel de *St. Georgesbank* een gewone reeds bestaande Bankinstelling, waarin later de Staatsschuldeischersgroepen, ter betere behartiging hunner belangen deelnamen, zoo is nog niet zeker of hierin een *Naamlooze Vennootschap* of een *Commanditaire Vennootschap op aandeelen* moet worden gezien. In dat geval toch zou de bank ook andere bankver-

<sup>1)</sup> t.a.p. pag. 112.

<sup>2)</sup> *Voorlezingen over de Economie II, I*, pag. 222.

<sup>3)</sup> t.a.p. pag. 160, 161.



richtingen kunnen uitoefenen en slechts gesteund worden door deze personen, welke zeer goed stille vennoot konden zijn.

M. i. is deze bank waarlijk *Naamlooze Vennootschap*.

De *luoghi dei monti* waren de bewijzen van deelneming in de rentedragende leeningen der verschillende staatjes in Italië.

Ze hebben reeds sedert de 14e eeuw in *Genua*, *Milaan* en *Florence* vooral, een rol gespeeld gelijk later de aandeelen der Naamlooze en Commanditaire Vennootschappen; speculatie was zeer veelvuldig in deze stukken.

### C. *Gewerkschaft*.

De *Gewerkschaft* is de oude Duitsche ondernemingsvorm in den mijnbouw welke reeds sedert de 13de eeuw de daarin vroeger bestaande *Genossenschaft* heeft verdreven. Door haar wordt reeds, met hare aandeelen, bevorderd de mobiliseering van het kapitaal. Veel grooter kapitalen konden door haar worden bijeengebracht, veel intensiever en sneller de mijnbouw beoefend, dan door de oudere *Arbeitsgenossenschaft*.

Opmerkelijk is, dat in den Middeleeuwschen anti-rentetijd deze *Gewerkschaft* een zoo groote uitbreiding reeds kon vinden.<sup>1)</sup>

Groote invloed op de snelle ontwikkeling van dezen ondernemingsvorm is uitgegaan van de landheeren, welke op een zoo hoog mogelijke productie aanstuurden, daar dit hunne belasting deed stijgen. De regaalheeren vooral hebben gebruik willen maken van de *Gewerkschaft* in tegenstelling met de veel langzamer exploiteerende *Genossenschaft* welke <sup>2)</sup> „in selbst-

---

<sup>1)</sup> Hierover geven vooral licht J. Strieder in zijn meergenoemd werk en Inama—Sternegg: *Deutsche Wirtschaftsge-schichte*, Band III, Dl. 2.

<sup>2)</sup> Gelijk Inama—Sternegg t.a.p. pag. 165 schrijft.

„genügsamer Beschränkung nur einen Schacht nach dem anderen anschlugen”.

Aan hen is voor een groot gedeelte te danken, dat, ondanks rente-verbod en kapitaalsbeschouwingen, een zoo specifiek kapitalistische ondernemingsvorm kon doordringen en de Arbeitsgenossenschaft vervangen.

De gezamenlijke deelhebbers der Gewerkschaft, *Gewerken* geheeten, bezaten niet ieder als aandeel een bepaalde som in de Gewerkschaft, doch een gezamenlijk bezit was hier, waarin elk een evengroot ideëel gedeelte bezat. Reeds spoedig was dit gedeelte, dit aandeel overdraagbaar, en daardoor ten dienste van de mobiliseering van het kapitaal. Veelal was echter, en is nog, de overdracht gebonden aan een overschrijving in het *Gewerkenbuch*. Het aandeel in de Gewerkschaft heet in de over de Gewerkschaft handelende papieren en geschriften uit de 16e eeuw *Kuckes* of *Berkteil*, terwijl deze naam in lateren tijd is gewijzigd in *Kux* of *Bergwerksanteil*; ook *Kuxschein* komt voor. Feitelijk is de Kuckus of Kux (*Kuxschein*) het papier 't welk wordt uitgegeven aan den bezitter van een Berekteil of Bergwerksanteil in een Gewerkschaft.

Strieder noemt <sup>1)</sup> de Kux het eerste belangrijke „Inhaberpapier”, het eerste „Versachlichte Kreditverhältnis”.

Dat er veel overeenkomst bestaat tussehen Gewerkschaft en Naamlooze Vennootschap of Aktiengesellschaft, blijkt ook wel hieruit, dat vele bezitters van Kuxen, vele Gewerken dus, geheel vreemd en onbekend stonden tegenover de onderneming wier aandeeleu ze bezaten.

De Kux wordt door het „Bankdepotgesetz” met de effecten op een lijn gesteld; 't is een waardepapier en aan de beurs

---

<sup>1)</sup> t.a.p. pag. 50.



verhandelbaar. Officieel is het ook tot de beurshandel toegelaten krachtens de beurswet. Van één soort effectenhandel echter is het uitgesloten, nl. van den termijnhandel, daar toch door de wet vereischt wordt een nominale waarde, om hierin te kunnen dienen.

Onderscheid moet worden gemaakt tusschen de Gewerkschaften van vóór 1865 en na dit jaar, wat betreft het aantal aandeelhouders, dat er als maximum aan kan deelhebben.

Vóór de Bergwet van 1865 was de Gewerkschaft verdeeld in 128 *deelbare* Kuxen. Een groot nadeelig gevolg van deze deelbaarheid van de Kux, welke zelfs reeds een moeilijk nauwkeurig te bepalen waarde had (daar het toch  $\frac{1}{128}$  van de gezamenlijke waarde van het Bergwerk was) was, dat de verdeling door splitsing, verkoop en vererving tot in het onberekenbare kon voortgaan.<sup>1)</sup>

Een voordeel van de deelbaarheid der oude Kux was hierin gelegen, dat niet tot 128 personen de deelneming aan de onderneming behoefde beperkt te blijven. Hierdoor kon een veel grooter aantal profiteeren van de Gewerkschaft, terwijl tevens het risico, over meerdere schouders verdeeld, niet zoo zwaar behoefde te vallen.

Na 1865 is dit alles echter veranderd. Nu bestaat de Gewerkschaft uit 100 of 1000 *ondeelbare* Kuxe. Hierdoor is wel weggevallen het nadeel van de duizelingwekkende breuken, welke een winstberekening uitermate bemoeilijken, doch het voordeel bovengenoemd bij de oude Kux is ook vervallen.

---

<sup>1)</sup> Liefmann deelt mede, dat in 1867 een koopman van de 141 aandeelen onder meer bezat een kux-gedeelte ter waarde van  $\frac{1\ 492}{4\ 0854}$  millioenste, biljoenste, trillioenste (dus een breuk met 47 cijfers in den teller en 48 in den noemer) van de Gewerkschaft *Allendorf bei Allendorf* aan de Ruhr.

Een Kux in een bloeiende onderneming kan nu alleen reeds een klein vermogen waard zijn: een Kux van de Gewerkschaft *Graf Bismarck* had in 1913 ongeveer een waarde van 76000 Mark.

*De Kux.* Eenige malen hebben we nu reeds de Kux genoemd en we hebben gezien, hoe ze zich onderscheidt van het aandeel der Naamlooze Vennootschap door het feit dat ze geen nominale waarde heeft. Doch er is meer.

Terwijl hoofdbeginsel voor de aandeelhouders eener Naamlooze Vennootschap is, de beperkte verantwoordelijkheid, het feit, dat ze niet verder met hun vermogen aansprakelijk zijn, dat tot de hoogte van het nominale bedrag van het aandeel, rust op den Kuxbezitter de verplichting tot nastorting, wanneer en tot die hoogte, welke wordt wenschelijk en noodig geacht voor de instandhouding van de Gewerkschaft. Dit is een zeer belangrijk onderscheid tusschen de *Kux* en de *Aktie*, waarop door *Schulze-Gaevernitz*<sup>1)</sup> dan ook met grooten nadruk wordt gewezen. Hij drukt den bankiers ernstig op het hart hunne klanten vooral te wijzen op dit onderscheid tusschen Kux en Aktie.

Voor den Kuxbezitter bestaat dus de verplichting nastortingen, „*Zubusze*” te doen. Onvoorwaardelijk echter is dit niet. Is hij niet in staat of niet van wil, de nastorting te verrichten, 't zij, daar hem dit financieel onmogelijk is, 't zij ook, omdat hij toch geen succes hiervan verwacht, dan kan hij zich aan deze verplichting onttrekken, doch alleen ten koste van zijn Kux. Toegestaan is namelijk, de nastorting niet te doen, doch dan moet de onwillige zijn Kux aan de Gewerkschaft afstaan,

---

<sup>1)</sup> t. a. p. pag. 111.



opdat deze, door haar te verkoopen, bevrediging vinde voor de achterwege gebleven nastorting.

Door deze nastortings-verplichting, aan elke Kux verbonden, is de handel lang zoo vlot niet, en heeft ze ook veel beperkter afzetmarkt, als de Aktie der Aktien-gesellschaft.

Gevolg hiervan is, dat Gewerkschaft steeds meer op den achtergrond geraakt en omvormingen in een Aktiengesellschaft veelvuldig voorkomen. Door Liefmann wordt hierop gewezen en tevens vermeld, dat ze zich „aus lokalen rechtlichen Gründen” nog in de Kali-industrie weet te handhaven.

Opmerkelijk echter, in tegenstelling met deze uitspraak van Liefmann, dat de Gewerkschaft achter staat bij de Aktien-gesellschaft, is het feit, dat niet alleen omvormingen van Gewerkschaft in Aktiengesellschaft voorkomen, maar dat terugkeer van Aktiengesellschaft tot de Gewerkschaftsvorm niet ongewoon is. Waaruit moet dit verschijnsel worden verklaard? Uit dezelfde „Zubusze”-plicht, welke Liefmann tot zijne conclusie bracht. Een groot voordeel is toch ook hieraan verbonden. Economisch staat hierdoor toch de Gewerkschaft in stevigheid ongetwijfeld *boven* de Aktiengesellschaft. Door het feit, dat aldus nieuwe kapitalen kunnen worden verkregen ter instandhouding van de onderneming, maakt het mogelijk crises zonder bankroet door te komen, tijden van geld-schaarste en -duurte te doorworstelen, terwijl de belangrijke, dikwijls met concessies verbonden, rechten worden behouden, terwijl onder dezelfde moeilijke omstandigheden een Aktien-gesellschaft onvermijdelijk zou zijn ten onder gegaan.

Gaan nu de zaken der onderneming goed, dan is geen nastorting gevorderd; dit voordeel der Gewerkschaft komt niet aan het daglicht en dan geschiedt dikwijls, wat Liefmann vermeldt, het omvormen van Gewerkschaft in Aktien-Gesell-

schaft. Komen echter perioden van druk, crises, slechte conjunctuur-tijden, dan toont de Gewerkschaft haar bevoorrechte positie ten aanzien van het uithoudingsvermogen, boven de Aktien-gesellschaft en is een terugkeer tot den Gewerkschafts-vorm niet ongewoon.

Niet enkel de Kux is een effect, 't welk door de Gewerkschaft wordt uitgegeven, ook *Obligaties* van Bergwerke komen voor. Het eerst zijn ze uitgegeven in 1877 als orderobligaties om de „Zubusze” mobiel te maken. Toen was er in de kolen-industrie in Westphalen een crisis, welke zonder deze maatregelen van obligatie-uitgifte, welk idee door de Gewerkschafte onmiddellijk in praktijk werd gebracht, de ondergang van vele dier ondernemingen tengevolge zou hebben gehad. Zonder dezen maatregel toch, zou er geen gewilligheid zijn geweest de nastortingen te verrichten, terwijl de, alsdan aan de Gewerkschaft vervallen, Kuxen vrijwel, zoo niet geheel onverkoopbaar waren gebleken. Aldus zou geen kapitaal zijn toegevloeid aan deze ondernemingen en hoogst belangrijke mijnbouwwerken zouden verloren gegaan zijn.

De obligaties, door Gewerkschafte uitgegeven hebben getoond, degelijke en zekere geldbelegging te bieden. Slechts zeer zelden is op een dergelijk papier niet de volle rente betaald <sup>1)</sup>.

*Opmerking:* Als onderscheid tusschen Kux en aandeel van de Naamlooze Vennootschap, of Aktie der Aktiengesellschaft, hebben we genoemd, dat de Kux geen nominaal bedrag had, doch een bepaald gedeelte van het Bergwerk-bezit vertegen-

---

<sup>1)</sup> Vergelijk hierover *Geldmarkt und Bankwesen*, referaat van Hofrat Dr. Hecht in *Schriften des Verein für Sozialpolitik*, 1903, Band CXIII, pag. 142 s.q.q.



woordigde. Letterlijk is dit juist, doch, wanneer we de Naamlooze Vennootschap nemen als type van ondernemingsvorm welke onder anderen naam ook in andere landen voorkomen, (geringe verschillen daargelaten) is het niet volkomen waar.

De wetten van *Winconsin* en *New-York* toch staan aandee-len toe zonder nominale waarde. Dan is b.v. de „stock” van een Company niet \$ 100.000.—, verdeeld in 1000 shares, elk \$ 100.— nominaal, doch alleen wordt gezegd, dat de „stock” verdeeld is in 1000 shares, zonder eenige nadere aanduiding der waarde. Overigens is er groot onderscheid tusschen deze aandee-len en de Kux.

#### D. *Gesellschaft mit beschränkter Haftung.*

Bij wet van 20 April 1892 is in Duitschland ingevoerd een ondernemingsvorm, de Gesellschaft m. b. H., welke in ver-schillende opzichten zich onderscheidt van de Aktiengesell-schaft.

a. Een Aufsichtsrat, noch algemeene vergadering is ver-eischt.

b. Voorschriften omtrent oprichting en balans zijn zeer vereenvoudigd. Zoo is een publicatie van de balans slechts verplichtend gesteld voor de Gesellsch. m. b. H., welke ban-kierszaken verrichten.

c. De overdracht der aandee-len daarentegen is aan bezwa-rende bepalingen gebonden.

d. De aandee-len, Geschäftsanteile, dezer Gesellschafte zijn niet tot den effectenhandel en de beurs toegelaten.

Ook Oostenrijk heeft <sup>1)</sup> de Gesellschaft m. b. Haftung inge-

---

<sup>1)</sup> Bij wet van 6 Maart 1906, welke 15 Juni van hetzelfde jaar in werking is getreden.

voerd, met eenige verschilpunten met de Duitsche. Waar dit noodig is, wordt hierop nog gewezen.

De Gesellschaft m. b. H. is vooral bedoeld voor kleinere ondernemingen; echter ook millioenen-bezittende Gesellschaften zijn in Deutschland.

Evenals bij de Gewerkschaft kan hier nastorting plicht zijn. Echter, in tegenstelling met de Gewerkschaft, waar de Zubusze onvoorwaardelijk voor elke Gewerke is, is hier de bepaling of, en tot welk bedrag nastorting zal mogen worden geëischt, overgelaten aan de statuten. Ze kan beperkt of onbeperkt zijn, doch steeds is vereischt een bepaling in procentsverhouding tot het aandeel.

Het belangrijkste papier der Ges. m. b. H. is het *Geschäftsanteil*. In tegenstelling met de Aktie der Aktiengesellschaft echter, is het *geen effect*. Het is een *bewijsmiddel*, bewijs van het lidmaatschap. Het houdt in bewijs van alle uit het lidmaatschap voortvloeiende rechten.

Hierom kan ook elk der deelnemers niet meer dan *één Geschäftsanteil* verkrijgen bij de oprichting. Ze zijn dan ook verschillend in hoogte, in waarde.

In tegenstelling met de Aktie is het Geschäftsanteil deelbaar, doch het minste bedrag van elke *Anteilschein* is 500 Mk., terwijl de Ges. m. b. H. een kapitaal van minstens 20.000 Mark moet hebben.

't Stemrecht is aldus geregeld, dat elke 100 Mark van een Geschäftsanteil recht geeft op één stem.

Solidaire aansprakelijkheid hebben de Gesellschaften voor de storting van het stamkapitaal; voor de nastorting is ieder persoonlijk aansprakelijk.

We hebben gezegd, dat de overdracht der aandeelen aan moeilijkheden is verbonden. De bedoeling was, de handel in



Anteilscheine der Ges. m. b. Haftung zooveel mogelijk tegen te gaan.

Velen wilden voor de overdracht door een der aandeelhouders, de toestemming van alle anderen; weer anderen achten het voldoende, wanneer drie vierde der mede-aandeelhouders toestemden, en achten algemeene toestemming te streng vereischte.

De *Oudsten der Berlijnsche „Kaufmannschaft”* en, in navolging van hun voorslag, ook de *Deutsche Handelstag*, wenschten <sup>1)</sup> bij vervreemding van een aandeel aan de overigen aandeelhouders althans het recht te geven, zich tegen de vervreemding te verzetten en deze te verhinderen, wanneer nog niet het volle bedrag, verschuldigd door den vervreemder, was gestort, tot voldoende zekerheid was gegeven voor het nog onbetaalde gedeelte.

De wet echter heeft niet zoo strenge eischen willen stellen, en zoowel in Duitschland als Oostenrijk is, als voorwaarde van overdracht gesteld *gerechtelijke* of *notariele* akte. Naar het oordeel der wetgevers was hiermede voldoende waarborg geschonken, om te verhinderen dat de aandeelen handelsobject zouden worden.

De praktijk heeft echter het middel gevonden de beperkende bepalingen te ontduiken, door Anteilscheine uit te geven, welke als handelsobject worden aangewend.

Waar bij de grootere Ges. m. b. H., waar verscheidene personen deelhebber waren, het ondoelmatig werd bevonden elk der aandeelhouders een afschrift van het ondernemingsverdrag te verschaffen, werden, en dit is niet tegen de Duitsche,

---

<sup>1)</sup> Gelijk dit is neergelegd in de *Gründzügen für die Form einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung*.

noch ook tegen de Oostenrijksche wet, bewijzen van aandeel uitgereikt.

In Duitschland is men nog verder gegaan en stelt deze Anteilscheine aan order of aan toonder, zoodat ze zonder formaliteiten kunnen worden overgedragen.

In Oostenrijk is dit verboden, en wordt dit zelfs strafrechtelijk vervolgd.

Ofschoon nu deze Anteilscheine zeer verschillend zijn van de Aktie, daar voor een overdracht van het Anteilsrecht, het Geschäftsanteil, gerechtelijke of notarieele akte wordt vereischt, heeft men, om ze er zoo veel mogelijk op te doen gelijken, veelal de gewoonte om Anteilscheine van 1000 M. uit te geven. Een aandeelhouder dus, die een aandeel neemt voor 20.000 M., ontvangt niet één Anteil, groot 20.000 M., doch twintig Anteilscheine, groot elk 1000 M.

Aan deze Anteilscheine worden soms aan toonder luidende dividendbewijzen gevoegd.

Uitgebreide handel in deze Anteilscheine wordt gedreven.

De meeste Ges. m. b. H. hebben dus dergelijke in den handel zijnde Anteilscheine (papieren dus, welke een gedeelte van het Geschäftsanteil vertegenwoordigen) uitgegeven. Voor andere is een dergelijke weg ingeslagen, en wel door gebruik te maken van een, ook aan geen bepaalde vorm gebonden *Unterbeteiligungsvertrag*.

Hiervan wordt meer gebruik gemaakt, naar Fränkel meedeelt, dan gemeenlijk vermoed wordt <sup>1)</sup>.

---

<sup>1</sup> De vorm van zulk een „Unterbeteiligungsvertrag” nemen we als voorbeeld over uit: *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, eine Volkswirtschaftliche Studie*, door Franz Fränkel, pag. 177.

Hij ontleent het aan Knoppe: *Die Gesellschaft m. b. H. Ihre Gründung, Geschäftsführung, Buchhaltung, ihre Steuern und ande-*



Vele Gesellschaften m. b. Haftung hebben ook *Genuszscheine* uitgegeven. Deze houden een, meest bevoorrechte, aanspraak op winsten in en dikwijls ook een recht op uitbetaling van een bepaalde som bij liquidatie. Gewoonlijk hebben ze een nominale waarde. Hunne handelswaarde, want ook deze papieren zijn in den handel, is zeer wisselend, al naar gelang van de kansen op winstdeeling. Veelal is hun aandeel naar boven tot een maximum beperkt, terwijl anderzijds een niets-ontvangen geenerlei recht op uitbetaling schenkt. Slechts wanneer er winst is gemaakt, kunnen ze mededeelen. Geen vaste rente dus. Hierin komen ze met het aandeel overeen. Door de meestal bevoorrechte positie, gelijken ze op het preferent aandeel, terwijl het feit, dat gewoonlijk hun winstaandeel niet hooger gaat dan een bepaald percentage hunner nominale waarde, hen doet overeenstemmen met de gelimiteerd preferente aandeele.

---

*ren Abgaben. Mit vollständigen kommentierten Gesetzestexte, Mustern und Formularen, (1910), pag. 68.*

Formular einer Korrespondenz, durch die eine solche Unterbeteiligung geschaffen wird.

„15 Juni 1901. Wir überlassen Ihnen „unter“ uns	
5000.— Mk. Beteiligung an der..... Gesellschaft mit	
beschränkter Haftung à 115	5750.— Mk.
4 % Zinsen vom 21 Oktober 1899 bei 15 Juni 1901	379.50 Mk.
	a 6129.50 Mk.

wofür wir Sie belasten. Wir bitten Sie, hiervon unter gefl. Bestätigung conform Notiz zu nehmen und sich zu diesem Zwecke beiliegenden Schreibens zu bedienen”.

Antwort: „16 Juni 1901. Im Besitze Ihres Schreibens vom 15 cr. akzeptiere ich dankend die mir überlassenen 5000.— Mk. Beteiligung unter Ihnen bei der..... Gesellschaft mit besch. Haftung, indem ich die mir erteilte Aufgabe konform verbuche. Von dem übrigen Inhalt Ihres Briefes habe ich genehmigende Notiz genommen”.

Verschillende redenen kunnen een Gesellschaft tot de uitgifte van Genusscheine nopen:

a. In slechte tijden worden Genusscheine uitgegeven, om de Gesellschafter tot financieele offers te bewegen.

Deze Genusscheine vormen dan bewijzen van deelgerechtigdheid in de in betere tijden te verkrijgen, toekomstige winst.

b. Om werkkapitaal te verkrijgen, wanneer daaraan groote behoefte is, en het ongewenscht moet worden geacht het stamkapitaal te verhoogen, doen ook de Genusscheine dienst. Ze kunnen op naam, aan order of aan toonder gesteld zijn, en zelfs een beperkt stemrecht kunnen ze verleen.

Sommige Gesellschaften m. b. H. hebben groote bedragen van dergelijke Genusscheine uitgegeven <sup>1)</sup>.

Ook door middel van *Obligatie*-emissie kan de Gesellschaft zich nieuwe middelen doen toekomen. Toch wordt hiervan zeer weinig gebruik gemaakt <sup>2)</sup>.

#### E. *Private Company.*

De private company is eenigszins te vergelijken met de Deutsche Gesellschaft m. b. H. Vandaar dan ook, dat we ze hierbij even vermelden. Ook hier is een zeer beperkte verantwoordelijkheid; ook hier doelt dit vooral op voorschriften ten opzichte van oprichtingsformaliteiten en balans.

---

<sup>1)</sup> In één geval waren zelfs, naar Fränkel meedeelt, 4441 uitgegeven, met elk een nominale waarde van 400 Mark.

<sup>2)</sup> Van de, einde 1912 bestaande Ges. m. b. H. in Deutschland heeft slechts 0.5 % obligaties uitgegeven, hetwelk van het gezamenlijk kapitaal 5.6 % vertegenwoordigt. Voor de Aktiengesellschaft zijn de overeenkomstige cijfers 27.6 % en 20.8 %.

Voor tabellarisch overzicht van deze cijfers vergelijke men Fränkel t. a. p. pag. 105, 106 en 233. Ook Liefmann: *Unternehmensformen*.



Een Company is *private*, wanneer ze ontslagen is van de verplichting van prospectus bij de oprichting en openbaarmaking der balansen. Hiervoor zijn de volgende vereischten gesteld:

a. Het recht om de aandeeleu over te dragen moet beperkt zijn.

b. Het aantal aandeelhouders mag niet meer bedragen dan ten hoogste vijftig.

c. Geen enkele opvordering mag tot het publiek worden gericht om de aandeeleu of obligaties der onderneming te teekenen.

#### F. *Commanditaire Vennootschap op Aandeeleu.*

Deze ondernemingsvorm, de *commandite par actions*, waarbij een of meer der deelhebbers hunne arbeid en leidingsgaven stellen in dienst van de onderneming, en bovendien met hun geheele vermogen aansprakelijk zijn, terwijl anderen hun geld of een gedeelte daarvan ten dienste der zaak hebben gegeven, is, alvorens ze „op aandeeleu” was, ontstaan in *Italië* bij den Zeehandel, als *Commenda*, een commissie- of credietverhouding.

Daarna is ze overgegaan ook en uitgebreid tot den handel op het land. We zien in de *Commanditaire Vennootschap* dus een instelling, welke reeds dagteekent uit de Middeleeuwen.

Boven hebben we reeds gewezen op de meening van Deloume aangaande de *Societates der Publicani*. Alsdan zouden deze, alvorens de naam *commenda* in zwang was gekomen, reeds een hoogere, nl. op aandeeleu berustende, effecten-uitgevende, vorm, van het type *Commanditaire Vennootschap* zijn geweest. Ook de gedachte aangaande de *St. Georges*-bank is boven uiteengezet.

In de steden van Italië en Zuid-Duitschland was reeds in de 13e eeuw niet ongewoon de inleg der commandatarissen in aandeelen te splitsen. Hier werden alle gedeelten even groot gemaakt, 't welk een overdracht ten zeerste bevorderde.

De bedoeling van de Commanditaire Vennootschappen op aandeelen is dan ook, de mogelijkheid te scheppen, het geld 't welk men in een onderneming heeft gestoken, of een gedeelte daarvan, door vervreemding van het aandeel, weer te zijner beschikking terug te krijgen, zonder dat aan het productie-proces, middellijk of onmiddellijk, i.e. aan de onderneming, de inleg wordt ontnomen.

Wat het aandeel, de action betreft, deze kan op naam, doch ook aan toonder zijn, gelijk door de praktijk is gewettigd.<sup>1)</sup>

Het aandeel geeft geen recht op vaste rente, doch, als tegenwoordigend een gedeelte der rechten van den oorspronkelijken commanditairen vennoot, geeft het recht voor dat gedeelte op wisselend dividend; aandeel in de winst dus.

Bovendien recht op het saldo bij ontbinding na voldoening van *alle* schuldeischers.

In *Frankrijk* is de opkomst van de *commandite par actions*

---

<sup>1)</sup> Vgl. Molengraaff, *Leiddraad* I, pag. 155.

Een man van de praktijk echter, Accountant J. Hagers, schrijft op pagina 37 van *Het Koopmansboekhouden en zijne toepassingen in de Praktijk*, 3e Deel, *De Boekhouding van Vennootschappen* 12e dr.:

„Commanditaire Vennootschap op aandeel. In eene commanditaire Vennootschap op aandeelen is het totaal der commanditaire deelneming in gelijke deelen gesplitst (aandeelen), die aan de verschillende deelhebbers toebehooren. Deze aandeelen zijn *op naam* (cursiveering van mij), d.w.z. de naam van den bezitter staat er op vermeld. Men heeft dan in de boeken niet voor iederen commanditairen deelhebber een kapitaalrekening” enz.

Hieruit kan m.i. niet anders worden gelezen, dan dat Hagers geen „aandeelen in Commanditaire Vennootschap” aan toonder kent, doch alleen „op naam”.



buitengewoon bevorderd door het feit, dat de wetgever voor de oprichting der *société anonyme*, de Naamlooze Vennootschap, de autorisatie van den *Conseil d'Etat* vorderde. Door de ondernemingsvorm der *commandite par actions* aan te wenden, omging men de ongewenschte autorisatie-eisch.

Schoon een niet onbelangrijke economische rol vervullend, is de *Commanditaire Vennootschap* van lang zoo groote betekenis niet als de ondernemingsvorm, welke nu ten slotte onze aandacht vraagt, de Naamlooze Vennootschap.

#### G. Naamlooze Vennootschap.

Om van de Naamlooze Vennootschap een kort overzicht te geven, is de bedoeling. Voor hare *economische functie*, welke haar als ondernemingsvorm doet kiezen op velerlei gebied in handel en industrie, voor groot- doch ook voor kleinbedrijf, verwijzen we allereerst naar hetgeen geschreven is over de economische functie van het *effect*, in § 3 van Hoofdstuk I. Vrijwel alles, wat daar is medegedeeld, kan mede worden toegepast op de Naamlooze Vennootschap, daar toch hare aandeelen, zoo niet *de* voornaamste, dan toch een der eerste plaatsen inneemt in den rij der tegenwoordige effecten.

Allereerst zullen we nu de *geschiedenis* der Naamlooze Vennootschap zeer kort nagaan. De instelling *in algemeenen zin*, dus in den loop der economische geschiedenis, nasporen. Speciaal zal gehandeld worden over de voor ons zoo belangrijke *Nederlandsch-Oost-Indische Compagnie*; daaraan aansluitend moet behandeld worden de economische functie van deze ondernemingsvorm, *in het algemeen*; licht- en schaduwzijde van de mogelijkheid van gedurige kapitaalvermeerdering. In verband hiermede hare *credietwaardigheid*; de *on-opzegbaarheid* der obligatie-leeningen

door de obligatie-crediteuren; de *verbinding* van de effecten der Nl. Venn. met de Beurs; alle drie factoren welke de Nl. Venn. hebben in staat gesteld hare functie op de meest volkomene wijze te vervullen. Na deze *algemeene* punten zal de enkele instelling tot voorwerp van bespreking worden gemaakt, en wel haar ontstaan, zoowel *economisch* gezien als *juridisch*, en hare inrichting. Van buitengewoon belang achten we de *Alg. Verg.*, welke consequenties doet trekken van verrestrekking.

### I. *Geschiedenis der Naamlooze Vennootschap.*

Reeds zeer vroeg worden, en wel, evenals de Commanditaire Vennootschap, in Italië sporen gevonden van de Naamlooze Vennootschap. Sommige schrijvers meenen zelfs tot de 12e eeuw te kunnen teruggaan en wijzen op *Montes of Maonae*, vereenigingen van Staatsschuldeischers, te vergelijken met de *Casa di St. Giorgi*, de bovengemelde *St. George Bank* van *Genua*. Met zekerheid valt hiervan echter niet te beweren, dat ze voldoende overeenkomst vertoonen met de Naamlooze Vennootschap, om ze als haar vóór-type te mogen beschouwen. In de 13e eeuw echter schijnen ondernemingen in Italië voor den mijnbouw te zijn opgericht, welke veel op de Naamlooze Vennootschap geleken.<sup>1)</sup>

Tot het vormen van aandeelondernemingen in Italië heeft veel bijgedragen de geldbehoefte van geestelijkheid, vorsten en

---

<sup>1)</sup> Claudio Jannet t. a. p. pag. 160, 161, neemt als zeker aan, dat in de 16e eeuw de *société anonyme par actions* in Italië is ontstaan, vooral in de *Kerkelijke Staat* onder Paus Paul IV, 1555—1559.



landheeren. Vele dezer instituten werden opgericht om te zorgen, dat staatsleeningen werden geplaatst.<sup>1)</sup>

Ook voor de oude Duitsche ondernemingsvorm, de Gewerkschaft, welke door velen als voorlooper van de Aktiengesellschaft wordt beschouwd, kan worden volstaan met een verwijzing naar het geschrevene onder punt C van dit hoofdstuk.

Een eigenaardige onderneming, wier inrichting nauwkeurig bekend is, willen we nog vermelden.

Het is de *Steyrer Allgemeine Eysenhandelscompagnie* van het jaar 1582.

Dit is een onderneming, welke vrijwel overeenkomt met de Naamlooze Vennootschap eenerzijds, doch anderzijds eigenaardige verschilpunten toont in de keuze en beperking der aandeelhouders.

a. Een der bepalingen toch was, dat slechts burgers van de stad aandeel konden hebben in deze onderneming.

De aandeelen waren van verschillende hoogte, doch een minimum-bedrag van Hundert Gulden was vastgesteld.

b. Een verdere eigenaardigheid was, dat het publiek niet werd uitgenoodigd, gelokt tot koop door aanbod van aandeelen. Neen! om aandeel te verwerven, moest men een aanvraag doen. Waren er genoeg aandeelen (welke in hoogte verschilden) uitgegeven, m. a. w. was het benoodigde kapitaal bijeen, dan konden verdere aanvragers worden afgewezen.<sup>2)</sup>

Geen vaste rente trok men van zijn inleg, doch evenals thans bij het aandeel der Nl. Vennootschap, hadden de deelnemers aandeel in de winst.

---

<sup>1)</sup> Hoe groot overigens de invloed der landheeren is geweest, hierover leze men boven.

<sup>2)</sup> Eenigszins dus te vergelijken met de inschrijvingen van onzen tijd, met gedeeltelijke of procentsgewijze toewijzing.

c. Een derde eigenaardige bepaling bij deze Compagnie, waarop we de aandacht willen vestigen, was, dat men bij vertrek uit de stad, bij verlies dus van het stadsburgerschap, krachtens 't welk men het aandeel had verworven, het geld terug ontving. Was de inleg 500 Gulden of minder, dan werd in één jaar dit geld terugbetaald; was het meer, dan ontving men in vier termijnen, elk van één jaar, zijne storting terug. Gedurende den tijd, welke verliep tusschen het verliezen van de kwaliteit van aandeelhouder, en het tijdstip, waarop het geld was terugbetaald, werd men feitelijk *Obligatiehouder*. De penningen, welke gedurende dat tijdsverloop nog in de onderneming bleven, deelden niet in winst of verlies, doch leverden een vaste rente à 5 %.

Dezelfde bepalingen waren toepasselijk voor erfgenamen van een aandeelhouder, wanneer deze stierf, en zijn rechtverkriggenden geen inwoners der stad waren.

Hier zien we dus een verplichte, van het verlies van het aandeelhouderschap afhankelijke, i.e. door de gebeurtenissen van vertrek en overlijden bewerkte overgang, *conversie van Aktie in Obligatie*.<sup>1)</sup>

Veelal worden in ons land de *Compagnieën van Verre*, de zoogenaamde *Vóór-Compagnieën*, blijkbaar ontstaan uit een samenvoeging van Commanditaire Vennootschap en Vennootschap onder Firma, wat de inrichting en economische werking betreft, als voorloopers der Naamlooze Vennootschap beschouwd.

---

<sup>1)</sup> Uitgebreide studie over de andere ondernemingsvormen welke als voorloopers der Naamlooze Vennootschap, met name van de Deutsche Aktiengesellschaft zijn te beschouwen, bij J. Strieder in zijn meengenoemd werk.



In Engeland is van de *Engelsche Oost-Indische Compagnie* de eerste *Charte* geschonken aan den Hertog van Cumberland en zijn mede-deelhebbers.

Als voornaamste, en ongetwijfeld zuiver type, kan worden genoemd de *Algemeene Nederlandsche Vereenigde Oost-Indische Compagnie*, opgericht in 1595. Gewoonlijk wordt als haar ontstaansjaar genoemd het jaar 1602, doch reeds zeven jaren eerder is ze opgericht. Door de Staten erkend, gemonopoliseerd is ze in 1602.

Vele wederwaardigheden over haar lezen we bij C. Commelin: *Beschrijving van Amsterdam*<sup>1)</sup>.

Handelend over de „Oost-Indische Maatschappij”, schrijft C o m m e l i n <sup>2)</sup>: „Die van Oost-Indien heeft in den jare „1595 haar Begin genomen, en is eijndelijk na veel sukkeling „in staat geraakt”.

Pag. 735—737: *Oost-Indische Maatschappij in 't Generaal*.

„Deze Maatschappij bij haar Hoog Mogende vereenigt, „vastgesteld en met voorrechten in hare bescherminge genomen, ook een zomme van vier en 't zestig hondert, negen en „veertig duysent negen hondert elf guldens, tien stuyvers acht „penningen verzamelt hebbende; heeft men die in vier vergaderplaatsen ofte kameren verdeelt:.....; makende te zamen „t' zestig Bewindhebberen; aan wien den handel en Regeeringe dezer Maatschappye den tijd van een en twintig Jaren „moesten staan, mits gehouden zijnde alle tien Jaren Rekening „en bewijs te doen”.

Verder lezen we <sup>3)</sup> het getal: „zestien-maal hondert drie en „twintig duysend twee hondert zes en veertig guldens, 7 stuy-

<sup>1)</sup> Deel II, Boek IV, Hoofdstuk Elf, pag. 732 s.q.q. Een werk uit 1690.

<sup>2)</sup> Op pag. 732.

<sup>3)</sup> Op pag. 737.

„vers 14 penningen, of *f* 16023246.7.14''. Hierdoor misleid, zou allicht de gedachte gewekt worden, dat het totaal kapitaal der Compagnie bedroeg *f* 64.049.911.10.8, dus ruim 64 millioen gulden. De schrijfwijze dier tijden echter zou ons doen dwalen. Het kapitaal is namelijk *f* 6.449.911.10.8 of *f* 6.449.911.70, dat is bijna 6½ millioen gulden.

Onder de namen der eerste 60 Bewindvoerders, „bewinthebberen'', zien we o.a. de bekende Amsterdammers Gerard Bikker en Reynier Pauw, uit de Burgemeester-families.

Het eerste octrooi is voor 21 jaren verleend den 20sten Maart 1602.

Uit de bewindhebbers werd een raad van zeventien gekozen. In hare vergaderingen, welke eens 's jaars „ofte soo dikmaals „zuks den noot vereyscht'' werden gehouden, werd „bij de „Zeventiene besluit genomen, van alle uytreedinge, verkoo- „pinge, uytdeeling, ende anders wat tot voordeel deser Maat- „schappye is behoorende''.

Het stijgen der aandeelen ging ook bij deze Compagnie soms tot groote hoogte. We lezen „dat de ingelegde Hoofd-zommen „meer als vier-, ja zomtijds, na de drift der Actionisten, tot „bijna vijfmaal boven 't Capitaal opgejaagt worden''.

Uytdeelingen bij de bovengenoemde Vergaderinge aan de Participanten gedaan in de Jaren:

1605	in	Julio	15	ten hondert <i>in gelt</i>
1606	in	Meert	75	idem
1607	in	Julio	40	„
1608	in	April	20	„
1609	in	Junio	25	„
1610	in	Augusto	50	„
1612	in	December	57½	„



1623		25	<i>in Nagelen</i>
1625	in Augusto	25	<i>in gelt</i>
1635	in Meert	20	„
1635	in May	12½	<i>in Nagelen</i>
1635	in Augusto	12	<i>idem</i>
1638	in October	10	<i>in Capletten</i>
1638	in November	25	<i>in gelt</i>
1640	in Januario	15	<i>in Nagelen</i>
		enz.	
1673	in Junio	33⅓	<i>in Obligatie ten laste van Holland</i>
1676	in Februario	25	<i>in geld</i>
1679	in Januario	12½	<i>in Obligatie ten laste van de Compagnie.</i>
1680		25	<i>idem.</i>
1681		22½	„
1682		33⅓	„
1685		40	<i>in Geld.</i>
		enz.	
1689	in April	25	<i>in geld.</i>
		15	<i>in geld, uyt twee Franse Prysén, 't jaar te vooren in de Tafelbay van de Caap de Bona Esperance genomen. <sup>1)</sup></i>

<sup>1)</sup> Dat niemand op Oost-Indië, buiten deze Compagnie mag handel drijven is bepaald 1 Juli 1606; het verbod, dat „niemand der Ingesetenen, buyten dienst van de Compagnie zijnde, voorbij de *Caap de Bona Esperance*, of door de *Straet Magliani (Magelhaens)* mag varen is den 9 Sept. 1606 daarop gevolgt; zoo ook vermog niemand in andere Potentaten dienst na Oost-Indiën te varen, is mede verboden den 3 December 1616; en nader verbod daarvan gedaan op den 13 Aug. 1674”.

Steeds meer en meer heeft daarna de Naamlooze Vennootschap zich uitgebreid, zóó sterk, dat nu de ondernemingsvorm der Naamlooze Vennootschap een alledaagsche vorm is geworden. Jaarlijks worden dikwijls meerdere honderden nieuwe Naamlooze Vennootschappen opgericht.

Het is niet de bedoeling hier met cijfers te komen, doch wie nauwkeurige aantal-opgaven over de verschillende jaren wenscht te hebben, sla hierover na *Van Nier op en Baak: Naamlooze Vennootschappen*. In 1913 alleen zijn reeds 1662 nieuwe Naamlooze Vennootschappen gevoegd bij de toen bestaande 9448. Voor de laatste jaren zijn het de cijfers opgegeven in de „Inleiding”.

## *II. Economische functie der Naamlooze Vennootschap.*

Zij is de ondernemingsvorm welke door het bestaan van het effect groote mogelijkheden op handels-, industrie- en transportgebied tot verwezenlijking heeft gebracht.

Steeds bijna kan door emissie van nieuwe aandeele, obligaties of soortgelijke stukken nieuw kapitaal der onderneming worden toegevoerd; hierover zal nader worden gesproken bij de emissie-mogelijkheden der onderscheidene papieren.

Hierin is een niet te onderschatten voordeel gelegen. Takken van industrie, welke, zoo niet een aanvulling van kapitaal mogelijk zou zijn, te gronde zouden gaan, bepaaldelijk in erisisperioden, kunnen zich hierdoor staande houden. Een na-deel echter mag ook niet worden verzwegen. Dat is gelegen in het feit dat ondernemingen welke, òf krachtens de opzet (speculatief, of op uitbuiting van het publiek gericht) òf door omstandigheden, onafhankelijk van de leiding, nimmer een waarlijk productieven toestand zullen bereiken, door deze mogelijkheid — wier oorzaken bij het effect in het algemeen



door ons is geteekend — om steeds de kapitaalsbehoefte te kunnen bevredigen, gelijk onze Ooster-buur het kernachtig uitdrukt *nicht tot zu kriegten* zijn. Gevolg hiervan is dat telkens kapitaal in zulke ondernemingen gestoken, verloren gaat, doch dat tevens telkens nieuw, eveneens ten ondergang gedoemd kapitaal kan worden aangetrokken.

Een oorzaak hiervoor welke ongetwijfeld grooten invloed uitoefent wordt vooral behandeld door Siegfried Herzog: *Industrielle Begutachtungen*.

De kapitalist welke waarlijk zijn geld wil beleggen in productieve ondernemingen, en dit is het kapitaal, 't welk steeds moet worden gezocht door de industrie, daar het de zekerste basis schenkt, — zal eerst rondzien en eischen, dat, alvorens een onderneming tot emissie overgaat, nauwkeurig onderzoek is gedaan en van kapitaalbehoefte en welke de meest wenselijke methode van kapitaalvoorziening is (crediet op korten termijn, aandeel, obligatie e. d.) en welke de winstvooruitzichten zijn. Hij zal nagaan welke bankier of bankiersfirma de emissie verricht, en welke de voorwaarden, door hem of haar bedongen, zijn. Wanneer zij aldus zoo goed mogelijk en naar vast plan hebben onderzocht, beleggen ze hun geld in een bepaalde onderneming, met de bedoeling hun geld blijvend daarin ten dienste van de productie, te laten. Ook wanneer tegenslag komt, behouden ze hunne stukken, daar ze er van overtuigd zijn, dat na de donkere wolken weer de zon zal schijnen.

De roekelooze onbekwamen steken echter hun geld in een zaak, welke hooge winsten belooft, zelfs reeds van te voren winsten uitkeert, zonder dat een nauwkeurig onderzoek door hen is voorafgegaan, en..... hebben ze eens in een werkelijk levensvatbare, maar nog met moeilijkheden worstelende industrie-onderneming, — welke echter een goede toekomst ver-

zekert, wanneer de worstelperiode is te boven gekomen — hun geld belegd, dan kan men de meest dwaze daden verwachten.

Komt door conjunctuur-wijziging, die echter absoluut niet vernietigend inwerkt op deze onderneming, een koersdaling, dan zullen ze niet hun geld laten blijven in de zaak, neen! Daar ze niet doelbewust hebben gehandeld bij de belegging, worden ze angstig en doen met geheel onnoodige, doch dikwijls niet onbelangrijke verliezen, hunne papieren van de hand, om..... daarna nu eens kalm een andere beleggingsmogelijkheid te onderzoeken? Neen! Om het geld zoo spoedig mogelijk weer roekeloos en ondoordacht te steken in een onderneming, welke maar hooge winsten voorspiegelt. Onmiddellijk wordt aan zulke, liefst fabelachtige, succesmogelijkheden geloof gehecht, zonder eenige rationeele basis voor hun geloof en vertrouwen. *Veel, zeer veel van zulk, zoo roekeloos belegd kapitaal, gaat dan ook in zwendel- en speculatie-ondernemingen verloren.*

En wat is nu economisch gezien, het meest te betreuren gevolg? Zeker, droevig is, dat aldus veel kapitaal, dat op uitnemende wijze de welvaart had kunnen dienen, verloren gaat, maar hierbij blijft het niet.

Een tweede, nog ernstiger gevolg van dit onoordeelkundig jagen naar hooge winsten is, dat werkelijk gezonde industrie-ondernemingen met goede toekomst, die echter, willen ze productief arbeiden, geld noodig hebben, dit niet kunnen krijgen, of slechts op zoo bezwarende voorwaarden, dat ze zich niet kunnen handhaven, onder tē drukkende lasten, en ook ondergaan.

Dit dubbel te betreuren gevolg wordt telkens weer geconstateerd. Niet genoeg kan de aandacht worden gevestigd en de nadruk gelegd op de hooge beteekenis van goed, degelijk,



nauwkeurig, zaakkundig onderzoek, zoowel door promotor, oprichters als belegend publiek. Mead gaat zoo ver te schrijven <sup>1)</sup> :

„The countless disappointments in the development of new „enterprises of all kinds are due, not so much to abuses of „management or mistakes in capitalization, as to imperfect investigation, reaching wrong conclusions as to business possibilities” <sup>2)</sup>

Niet echter mag op de beleggers alleen de schuld worden geschoven. Velen, die waarlijk met zeer goede bedoelingen, en weinig zaken-kennis, hun geld wilden beleggen en den bankier om inlichtingen vroegen, zijn buiten hun wil en toedoen de dupe geworden van gewetenslooze raadslieden.

Niet slechts uit de lucht gegrepen is toch de bewering dat er bankiers zijn, welke, in steê van de ware belangen hunner raad-vragers te behartigen en verzekerde stukken te verkoopen, de uitnemendheid en koopwaardigheid van het stuk afmeten naar de provisie of andere verdienste welke ze zelf er van hebben.

Uiterst belangrijk voor de Naamlooze Vennootschap, om hare positie in het economisch leven te vervullen is ook hare *credietwaardigheid*; de groote credietmogelijkheden, welke voor haar geopend zijn. Hiermede raken we de kwestie der *beperkte verantwoordelijkheid der aandeelhouders*.

*Voor de deelnemers, de aandeelhouders bestaat de beperkte verantwoordelijkheid; maar voor de Vennootschap in zijn ge-*

---

<sup>1)</sup> t. a. p. pag. 9.

<sup>2)</sup> Wel doelt hij hier voornamelijk op promotor, nog meer op oprichters, doch m.i. mag hetzelfde toegepast ook op degenen, die met hun kapitaal deelnemen.

*heel: volle verantwoordelijkheid met het geheele vennootschappelijk vermogen.* Hierop is met nadruk gewezen, vooral door Von Passow en Von Petraz<sup>v</sup>yski.<sup>1)</sup>

Heeft de onderneming een obligatie-schuld op zich genomen en daarvoor b.v. bepaalde goederen hypothecair verbonden, dan staat zij toch met haar geheele vermogen voor deze schuld in, even goed als ieder privaat persoon.

Deze obligatie-crediteuren hebben als zoodanig met de aandeelhouders, dus ook met hun vermogen, hoegenaamd *niets* te maken. Zij staan slechts in betrekking tot de Vennootschap in haar geheel, welke dan ook, krachtens de algemeene beginselen, met haar geheele vermogen instaat voor hare schulden.

Uitermate irrationeel zoude het zijn, wanneer boven deze aansprakelijkheid der Vennootschap, tevens een aansprakelijkheid der Aandeelhouders met hun eigen geheele vermogen bestond.

't Is juist volkomen logisch, dat deze slechts „beperkt aansprakelijk” zijn. Een onjuistheid is het dan ook, de beperkte aansprakelijkheid der aandeelhouders te beschouwen als een uitzondering op den algemeenen regel der aansprakelijkheid.

Deze beperkte aansprakelijkheid is een interne kwestie, die de betrekking bepaalt tusschen de Vennootschap en hare leden, de aandeelhouders, doch heeft hoegenaamd geen betrekking op de crediteuren der Vennootschap.

Groot is echter de invloed geweest van deze onjuiste gedachte. Velen hebben daarom juist de Aktiengesellschaft, de

---

<sup>1)</sup> Voornamelijk ten bewijze, dat de verantwoordelijkheid der Naamloze Vennootschap, niettegenstaande het bestaan der beperkte verantwoordelijkheid der aandeelhouders, geen uitzondering vormt op de algemeene regel, dat men met al zijne goederen instaat voor zijne schulden. Dat geschiedt ook hier. 't Is namelijk de Nl. Venn., die schulden en goederen heeft.



Naamlooze Vennootschap, als uitzondering behandeld, als schadelijk beoordeeld, als een instelling geteekend, voor wier goede functioneering allereerst fundamentswijziging nuttig, ja eisch van goede welvaartspolitiek was.

Dat de gevaren, welke men duchtte van het bestaan der beperkte verantwoordelijkheid, niet als zoodanig praktisch zich hebben doen gelden, blijkt uit het feit, dat de Nl. Vennootschap zich uiterst credietwaardig heeft bewezen.

*Bizondere gronden voor het crediet* der Naamlooze Vennootschap zijn nog gelegen in het volgende:

a. *Groote publiciteit* is verplichting, zoowel bij de oprichting, als bij elke wijziging; tevens ten aanzien van boekhouding en balans, in het bijzonder voor banken.

b. De vorming van verplichte, wettelijke *reserves*, steeds vrijwel aangevuld met onverplichte, stille, welke de credietbasis versterken.

c. De *zekerheid* en *vastheid* van het Vennootschappelijk *vermogen*.

De Duitse wet bepaalt:<sup>1)</sup>

„Die Aktionäre können ihre Einlagen nicht zurückfordern; sie haben, so lange die Gesellschaft besteht, nur Anspruch auf den Reingewinn, soweit dieser nicht nach dem Gesetz oder dem Gesellschaftsvertrage von der Verteilung ausgeschlossen ist”.

Ons Wetboek van Koophandel omschrijft:<sup>2)</sup>

„Bij de akte mogen geen vaste renten worden bedongen. *De uitdeelingen geschieden uit de inkomsten, na aftrek van alle uitgaven.*”<sup>3)</sup>

<sup>1)</sup> Handelsgesetzbuch § 213.

<sup>2)</sup> Art. 49.

<sup>3)</sup> Dus netto-winst (cursiveering van mij).

„Er kan echter worden overeengekomen, dat die uitdeelingen niet meer, dan zekere hoeveelheid zullen bedragen”.

Hierdoor is het Vennootschappelijk vermogen *zeker* en *vast*; 't is een grootheid, afgescheiden van het vermogen der verschillende aandeelhouders, en niet onderhevig aan hunlieder lotgevallen. Vgl. hiervoor hetgeen is geciteerd uit het werk van Von Petrazyc<sup>v</sup>ki in de „Inleiding”.

Hier ook ligt een onderscheid tusschen de Nl. Vennootschap en den privaten ondernemer. Maakt *hij* winst, zijn kapitaal wordt gewoonlijk vergroot, voorzoover 't niet tot andere doeleinden wordt gebruikt (*privé*). Lijdt *hij* verlies, het wordt van zijn kapitaal afgetrokken. Doch, behoudens speciale maatregelen van verhooging en vermindering, blijft steeds het Vennootschappelijk kapitaal zichzelf gelijk, daar toch de aansprakelijkheid der aandeelhouders steeds blijft tot de hoogte van het nominale bedrag.

Nog zij hier, met het oog op de credietmogelijkheden der Nl. Vennootschap, gewezen op een, feitelijk bij de Obligatiebehandeling thuisbehoorend, verschijnsel.

Van groot belang is het feit, dat, evenals door Staat, provincie en gemeente, door haar *Obligatie-leeningen* kunnen geplaatst worden, welke *onopzegbaar* zijn *van de zijde der Crediteuren*. Het feit — er zij hier nog op gewezen — dat de Naamlooze Vennootschap dergelijke leeningen geplaatst kan krijgen, is wel een zeer krachtige aanduiding, dat hooge idee van de credietwaardigheid dezer instellingen leeft bij de beleggers.

Dergelijke obligatieleeningen moeten afgelost worden volgens een bepaald plan, veelal door *uitloting*; *amortisatie*.<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Gewoonlijk wordt de verplichting opgenomen voor de onderneming, jaarlijks een bepaalde som af te lossen, doch: met het recht



Toch zou ondanks al deze omstandigheden de Naamlooze Vennootschap niet van zoo groote beteekenis zijn geworden, waren niet hare papieren verhandelbaar op de Beurs. *De verbinding van effect en beurs* in het algemeen, is voor de NL. Vennootschap in het bijzonder van groote beteekenis.

Door haar is het mogelijk zich van een effect, een aandeel of obligatie, steeds te ontdoen, mits het is toegelaten aan de effectenbeurs.

Ten aanzien van beurzen is de wet ten onzent uiterst sober. Het Wetboek van Koophandel bepaalt in de artt. 59—61, het volgende:

„Art. 59. De beurs van koophandel is de zamenkomst van „kooplieden, schippers, makelaars, kassiers en andere personen „tot den koophandel in betrekking staande. Zij heeft plaats „op gezag van het plaatselijk bestuur.

„Art. 60. Uit de handelingen en afspraken ter beurze ge- „sloten, worden opgemaakt de bepaling van den wisselkoers,

tusschentijds, mits met een bepaalde opzeggingstermijn, de geheele schuld of een bepaald gedeelte, één serie b.v., of zelfs een onbepaald gedeelte, doch met een bepaald minimum, af te lossen.

Waarom toch wordt bijna steeds de bepaling opgenomen, dat de onderneming mag afwijken van het *Amortisatie-plan*, ten behoeve van een grootere uitdelging der schuld?

Naast de gelegenheid, om aldus van een schuldenlast zooveel mogelijk te kunnen worden bevrijd, bij beschikbaar kapitaal, is toch één omstandigheid van de grootste beteekenis.

Neem het geval, dat een onderneming in een tijd van kapitaalschaarschte een Obligatiëleening heeft moeten sluiten tegen een hooge rente. De rentevoet daalt, en nu zij zich het recht heeft voorbehouden af te doen in eens, kan zij de te hooge rente-vorderende schuld afdoen met geleend geld, waarvoor minder rente zal behoeven te worden betaald. De oude Obligatiehouders zullen deze mogelijkheid voorzien en daarom wellicht in een conversie der leening toestemmen. Zie verder *Short Time Notes*.

„de prijs der koopmanschappen, der assurantien, der zee-  
„vrachten, der kosten van vervoer te water en te lande, der  
„binnen- en buitenlandsche obligatiën, fondsen en andere  
„papieren, die voor bepaling van koers vatbaar zijn.

„Deze onderscheidene koersen of prijzen worden volgens  
„plaatselijke reglementen of gebruiken opgemaakt.

„Art. 61. Het uur van het aangaan en afloopen der beurs  
„en alles wat de goede orde aldaar betreft, wordt door plaatse-  
„lijke reglementen bepaald.”<sup>1)</sup>

In ons land zijn drie effectenbeurzen, te *Amsterdam*, *Rotterdam* en *'s-Gravenhage*. Waar de laatste twee geen feitelijk zelfstandige beteekenis hebben en vrijwel geheel naar het model der Amsterdamsche zijn ingericht, zullen we verder alleen over de Amsterdamsche spreken.

Na vele lotgevallen en naamswisselingen bestaat nu de op 5 Juni 1876 koninklijk goedgekeurde *Vereeniging voor den Effectenhandel*; sinds Maart 1877 het beursreglement dier vereeniging. Sinds 1 Januari 1914 bezit ze een eigen beursgebouw, de Effectenbeurs.

Waar het reglement gemaakt is door de „Vereeniging” en de beurs niet plaats heeft op gezag van het plaatselijk bestuur, voldoet ze niet aan het vereischte van Art. 59 W. v. K. en is geen beurs in den zin der wet.

Door deze Vereeniging wordt een *Prijscourant* uitgegeven, waarin genoteerd wordt de koers van een toegelaten stuk.<sup>2)</sup>

<sup>1)</sup> Verder is er een wettelijke regeling in de *Beurswet* 1914 en de *Beursvoorschriften* 1915, die van tijdelijken aard, met het oog op den door den oorlog geschapen noodtoestand zijn gegeven en voor ons verder van geene beteekenis zijn.

<sup>2)</sup> Genoteerd worden:

a. De vorige koers, gemiddelde koers van den vorigen beursdag;



Vereischten voor toelating tot de *officieele noteering* van fondsen:

I. Er moet een geregelde handel in bestaan.

11. Voor minstens *f* 500.000 nominaal moet er in die stukken zijn uitgegeven.

III. Aandeelen moeten volgestort zijn.

In de *Dagelijksche Beurscourant* en andere koerslijsten komen naast nabeurskoersen, ook voor noteeringen van „niet-officieel genoteerde fondsen”.<sup>1)</sup>

Het feit nu, dat dagelijks van de ,tot de noteering toege-  
laten, ingevoerde stukken, een juiste koersnoteering geschiedt,  
maakt, dat de bezitter van een zoodanig effect steeds in de  
gelegenheid is het van de hand te doen, waardoor wordt ver-  
wezenlijkt het gestelde, dat het geld, schoon deelnemend aan  
het productie-proces, door de mobiliseering van het kapitaal,  
door de mogelijkheid het steeds van de hand te kunnen doen,  
voor den effecten-bezitter als 't ware in zijne handen is gebleven.  
Dit nu is een niet te onderschatten voordeel voor de Naamlooze  
Vennootschap, ten aanzien van de *mogelijkheid* hare *kapitaal-  
behoefte* spoedig te *bevredigen*.

Echter niet elke aandeelhouder kan profiteeren van deze  
omstandigheid. Wanneer men de meeste aandeelen van gewone

b. de laagste koers, nl. tusschen 1.30 u. en 2.45 u.;

c. de hoogste koers, idem;

d. de gebleven of slotkoers, nl. de koers te 2.45 u.

Verder bevat deze prijscourant een rubriek „Voorloopig genoteerde  
fondsen”, waarvoor noteering aangevraagd, doch nog niet verleend is.

<sup>1)</sup> Opmerking verdient het feit, dat aan een dergelijke koersnoteering volstrekt niet steeds een werkelijke koop ten grondslag ligt. Veel wordt maar een bepaalde koers ter noteering opgegeven, met het doel het fonds in de Beurscourant of een andere koerslijst te doen opnemen, en aldus de aandacht van het publiek er op te vestigen. Dit kan leiden tot een verhandeling van dergelijke stukken.

klein-kapitalisten nagaat, die een paar stukjes bezitten, aandeeltjes in ondernemingen, die niet met groote kapitalen werken, doch op beperkte schaal aandeelen uitgeven, dan kan men bijna zeker zeggen: ééns aandeelhouder — steeds aandeelhouder. En zoo zijn er véél in ons land, althans de beleggers in de binnenlandsche kleinere ondernemingen.

Anders staat het met de groote ondernemingen: Spoorweg-aandeelen, aandeelen in Petroleum-, Tabaksondernemingen, Culturen e. d. Zeker, die zijn dagelijks verhandelbaar. En, daar toch deze aandeelen tenslotte de groote massa kapitaal tot zich trekken, kunnen we volstaan met de opmerking, dat in het algemeen de aandeelen in Naamlooze Vennootschappen gemakkelijk van de hand zijn te doen.

### III. *Ontstaan der Naamlooze Vennootschappen.*

A. *Van economische zijde gezien.*

B. *Wettelijke vereischten.*

ad A. Verschillende oorzaken kunnen leiden tot de oprichting eener Naamlooze Vennootschap, 't zij als *omvorming* van een reeds, in anderen vorm bestaande zaak, 't zij ook *onmiddellijk*.

a. Oorzaken ter *omvorming van een reeds bestaande zaak* in eene Naamlooze Vennootschap.

I. Het risico in het drijven der zaak gelegen, blijkt te groot te zijn, om door één persoon te kunnen worden gedragen.

II. Door de vooruitgang of uitbreiding van zaken is 't noodig meerdere deelhebbers in de zaak te betrekken. Dit nu kan door firma, commandite, maar ook, en dit is voor ons van belang, door omvorming in een Nl. Vennootschap.

III. Door de vermogensvermindering der eigenaars kan het onder II genoemde gevolg noodig zijn.



IV. Bij vereenigd optreden van meerdere personen, kan, bij uittreding van één of meer hunner, de overblijvende genoodzaakt zijn tot het doen deelnemen van meerderen; ook dit kan geschieden door omvorming in een Naamlooze Vennootschap.

V. De verhouding tussehen eigen, en vreemd (geleend kapitaal) kan van dien aard zijn, dat het laatste zóó groot is, dat de minste tegenslag een bankroet zoude medebrengen.

VI. 't Kan voorkomen, dat de geldschietters, de crediteuren der onderneming, zelf, om mede van de hooge winsten, bij de uitnemende rentabiliteit der zaak, te kunnen profiteeren, aandringen op een wisselend dividend, door de private zaak in een Nl. Vennootschap om te vormen, en hun, ten bedrage hunner vorderingen, aandeelen te geven.

VII. Ook kan een Nl. Vennootschap gevormd worden uit een private onderneming, wier crediteuren, hunne onverhandelbare vorderingen, willen mobiliseeren, vlot maken, door omzetting in aandeelen.<sup>1)</sup>

β. Eenige der oorzaken, welke *stichting eener onderneming, onmiddellijk als Nl. Vennootschap opgericht*, bewerken.

Uitputtende opsomming dier oorzaken is niet te geven, daar dikwijls zeer individueele, subjectieve motieven een leidenden invloed kunnen oefenen. Eenige der voornaamste echter, welke tevens aanduiden de geschiktheid van den Nl. Vennootschapsvorm, speciaal voor dergelijke ondernemingen zullen we aangeven.

I. Om een nieuwe idee, uitvinding, patent, fabricagemethode e. d. te verwezenlijken, welker practische uitvoering,

---

<sup>1)</sup> Dit punt wijkt van het sub VI genoemde af, t. a. v. het oogmerk der Crediteuren, van wie de drang tot vorm-wijziging uitgaat.

wier slagen zeer goed ontwifelbaar is, enorme geldsommen vereischt. <sup>1)</sup>)

II. Voor het ondernemen eener zaak, welke groot risico met zich brengt, doch welke, mocht zij, 't geen zeer onzeker is, goed gaan, bij welslagen, ook buitengewone winsten waarborgt. De kans op enorme winsten doet het risico dragen.

III. Ook wordt de Nl. Vennootschap gekozen, wanneer, door eenige oorzaak de effecten en geldmarkt onwillig is voor obligaties, geen leeningen bij particulieren kunnen worden gesloten, terwijl integendeel het aandeel gereeden aftrek vindt.

IV. In tijden van hoog-conjunctuur, of ook speciaal goede beurseconjunctuur, is de begeerte hooge winsten uit verkoop der aandelen (agio) en belangrijke oprichtersverdiensten te maken, aanleiding geweest tot het oprichten van Nl. Vennootschappen. Deze alle zijn dan uit *speculatieve* doeleinden opgericht. Velen betoonen zich ook in hun later bestaan, speculatieve ondernemingen te zijn; sommige echter ontworstelen zich aan de bedoelingen der oprichters, worden door de leiders in goede banen gevoerd en hebben zich gezonde industrie-instellingen bewezen.

Dergelijke tijdperken van groote toename van Nl. Vennootschappen met de meest uitgebreide speculatie en zwendel, doen zich telkens weer voor.

Dit verschijnsel wordt door Claudio Jannet <sup>2)</sup>) omschreven:

„A une centaine période des cycles du crédit, tous les huit  
„ou dix ans peut-être, les gens d'affaires et avec eux le public,  
„sont pris d'une sorte de vertige, qui leur fait engager leurs

<sup>1)</sup> Vgl. hiermede Hfdst. I § 3.

<sup>2)</sup> t. a. p. pag. 169.



„capitaux avec d'autant plus d'imprudance que l'anonymat „limite leur responsabilité”.

Deze perioden kenmerken zich door het feit, dat voor de dolste ondernemingen geld te krijgen is, en door het groot aantal oprichtingen van Nl. Vennootschappen.<sup>1)</sup>

ad B. *Wettelijke vereischten voor het ontstaan van Naamlooze Vennootschappen.*

Art. 36 van het W. v. K. luidt:

„De Naamlooze Vennootschap heeft geen firma, noch draagt „den naam van een of meer der vennoten, maar zij ontleent „hare benaming alleen van het voorwerp harer handelsonderneming”.

Hierin wordt feitelijk t. a. v. wat nu eene Nl. Vennootschap is, niets gezegd. Wat er nog in wordt gezegd, wordt door de praktijk vrijwel van onwaarde gemaakt, daar toch veelal eene Nl. Vennootschap, naast de benaming „ontleend aan het voorwerp harer handelsonderneming” den naam van een of meer der Vennoten voert.

Verschillende vereischten worden nu achtereenvolgens in de wet gesteld, welke we kort zullen opnoemen:

1e. Een *overeenkomst tot oprichting*.<sup>2)</sup>

Hierbij komen de partijen overeen en verbinden zich jegens elkander, aan de oprichting deel te zullen nemen op eenige wijze.

2e. De *oprichting*, gevolg van bovengenoemde overeenkomst. Deze moet op straffe van nietigheid bij *notarieele akte* ge-

---

<sup>1)</sup> Aldus in *Engeland* 1824/25. In *Frankrijk* 1881, 1888, 1890. *Duitschland* 1872, 1889.

<sup>2)</sup> Vergel. *Molengraaff* t. a. p.; G. H. A. Grosheide Jr. diss. 1913.

schiedien. Hierin moeten zijn opgenomen de *Statuten* der Nl. Vennootschappen, het *aantal aandeelen*, 't welk de oprichters vertegenwoordigen, en de *termijn*, binnen welken het overige gedeelte der actien of aandeelen zal moeten geplaatst zijn. Deze termijn kan <sup>1)</sup> steeds door den koning, op verzoek der oprichters, worden verlengd.

3e. *Plaatsing* van ten minste een vijfde van het *maatschappelijk kapitaal*. Dit ingevolge art. 50 W. v. K.:

„De koninklijke bewilliging zal niet worden verleend tenzij blijk, dat de eerste oprichters te zamen ten minste een vijfde van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen; ”

4e. *Koninklijke bewilliging*. Deze kan niet ingetrokken. <sup>2)</sup>). Deze moet worden gegeven, wanneer aan de bovengenoemde vereischten is voldaan, en de onderneming niet strijdt met de openbare orde of de goede zeden.

Wanneer aan deze vereischten is voldaan, *bestaat* de Naaml. Vennootschap. Haar bestaan moet daarna echter nog worden bekend gemaakt, op straffe van *volledige persoonlijke aansprakelijkheid der bestuurders jegens derden* voor hunne handelingen. Deze openbaarmaking geschiedt door inschrijving van de akte van oprichting met de bewilliging in de daartoe bestemde registers <sup>3)</sup> en plaatsing in de *Staatscourant*. Tevens moet in een dagblad van de plaats of plaatsen, alwaar de Vennootschap is gevestigd aankondiging worden gedaan, berichtende het bestaan der Vennootschap, met opgave van

---

<sup>1)</sup> Volgens art. 50 W. v. K.

<sup>2)</sup> Art. 37 III.

<sup>3)</sup> De registers ter griffie van de rechtbank in de gemeente, waar de vennootschap is gevestigd, en bij ontstentenis eener rechtbank, ter griffie van het kantongerecht.



nummer en datum der *Staatscourant*, waarin de plaatsing der akte en bewilliging is geschied.

Eenzelfde straf tegen de oprichters, nl. *volledige aansprakelijkheid jegens derden*, doch ook tevens *jegens de Vennootschap* moet art. 51 geacht worden te bepalen. Aldus toch moet worden beschouwd de uitdrukking dat de Naamlooze Vennootschap „haar aanvang niet zal kunnen nemen”.

Dit nu „kan zij niet”, wanneer van het gemeenschappelijk kapitaal niet 10 % is gestort, „ten ware tenminste tien ten honderd van het gemeenschappelijk kapitaal gestort zij.

Ad 3e. Strijd bestaat, over wat er onder *gemeenschappelijk kapitaal* moet worden verstaan. Moet 10 % van het *maatschappelijk* kapitaal, genoemd in art. 50, zijn gestort dan wel 10 % van het *geplaatste*. In de practijk neemt men de laatste uitlegging aan<sup>1)</sup>.

O p m e r k i n g: Ofschoon de Wet als Naamlooze Vennootschappen alleen noemt, ondernemingen van handel, bestaan toch door de gewoonte vele ondernemingen, welke hieraan niet voldoen, als Naamlooze Vennootschap. Deze burgerlijke aandeelen-maatschappijen, als cultuurmaatschappijen, bouwmaatschappijen, bouwgrondondernemingen, hypotheekbanken e. d. zijn eigenlijk „zedelijke lichamen” naar de wet van 1855. Vol-

---

<sup>1)</sup> Van het maatschappelijk kapitaal moet dus ten einde een Naamlooze Vennootschap te kunnen oprichten,  $\frac{1}{5}$  zijn geplaatst. Van het geplaatst kapitaal moet, ten einde de opgerichte, bestaande Nl. Vennootschap te doen „haren aanvang nemen”  $\frac{1}{10}$  zijn gestort, dus  $\frac{1}{50}$  van het maatschappelijk kapitaal.

Niet noodig is, dat op elk geplaatst aandeel 10 % is gestort. Niet op de storting op elk afzonderlijk aandeel komt het aan, doch op het geheele bedrag. Zoo kan een gedeelte der geplaatste aandeelen geheel volgestort zijn, een ander deel met niets of zeer weinig zijn betaald.

gens M o l e n g r a a f f, <sup>1)</sup> bestaan deze ondernemingen krachtens gewoonterecht als Naamlooze Vennootschappen.

#### IV. *Inrichting der Naamlooze Vennootschappen.*

Art. 44 W. v. K.: „De Vennootschap wordt beheerd door „daartoe door de Vennooten aangestelde bestuurders, deelge- „nooten of anderen, al dan niet loontrekkende, met of zonder „toezicht van Commissarissen.

„Bestuurders mogen niet onherroepelijk worden aangesteld.”

A. *Commissarissen*: Naar blijkt uit de wet zijn ze niet vereischt, doch aan de Vennooten is overgelaten of ze zullen worden benoemd of niet. Bijna steeds zullen ze wel aanwezig zijn. Bij voorkeur worden de commissaris-plaatsen bezet door aanzienlijke personen. Veel is over de *waardeloosheid* van het commissariaat geschreven. Reeds Claudio Jannet noemt het lidmaatschap van de *Conseil d'Administration*, de Duitse *Aufsichtsrat*, onze *Commissarissen*, een nietswaardig ambt.

Von Passow, Von Petraz<sup>v</sup>ky, Herzog e. a., allen zijn eenstemming in hunne afkeuring of verklaring van onwaarde.

Wezenlijk belangrijke invloed zal dan ook moeilijk van Commissarissen kunnen uitgaan, tenzij ze hun geheele aandacht wijden aan de onderneming(en) waaraan ze zijn verbonden, en zaakkundige, onbevooroordeelde voorlichting ontvangen.

B. *Bestuurders*: Deze oefenen uit het dagelijksch bestuur, het beheer en de vertegenwoordiging naar buiten van de onder-

---

<sup>1)</sup> *Leiddraad* I, pag. 179, 3e druk, en de daar aangehaalde schrijvers.



neming. Buitengewoon groot kan hun invloed zijn, vooral wanneer ze of zèlf, of in de hen steunende groep aandeelhouders, de meerderheid der aandeeleu bezitten.

De bestuurders kunnen anderzijds echter ook niet veel meer zijn dan ambtenaren, die de hun opgelegde taak verrichten en verder niet.

Van groot belang is voor de Vennootschap de keuze van verantwoordelijkheidsbesef in hooge mate bezittende, zaakkundige, eerlijke en trouwe bestuurders. Zij toch zijn het, die het meest juiste en diepe inzicht in den gang van zaken hebben, en van wie vrijwel steeds alle voorstellen uitgaan.

#### C. *Algemeene Vergadering van Aandeelhouders.*

De aandeelhouders, dat zijn dus degenen die, door het hebben van een aandeel in de onderneming, daaraan deel- en medezeggenschap hebben.

Veel wordt de verzameling der aandeelhouders genoemd de „ondernemer” der Vennootschap. Geheel juist is dit niet. Met Von Passow meenen wij, te moeten onderscheiden tusschen *verschillende categorieën* van Aandeelhouders.

Alvorens hierop in te gaan, wenschen we de rechten en verplichtingen der Aandeelhouders te noemen:

Verplichting is alleen gehoudenheid tot het nominale bedrag van het aandeel. Bij vervreemding van het aandeel blijft op den vervreemder deze verplichting rusten, „ten ware de bestuurders en Commissarissen, zoo deze bestaan, zich uitdrukkelijk met den nieuwen verkrijger hadden tevreden gesteld, en eerstegemelde” (den vervreemder) „van alle verantwoordelijkheid ontslagen”.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> Art. 43 W. v. K.

*Rechten der Aandeelhouders afzonderlijk:*

1. Recht, op te komen tegen onrechtmatige Besluiten.
2. Stemrecht; recht op deelneming aan de algemeene vergadering.
3. Recht op dividend.
4. Bij ontbinding, recht op het op het aandeel gestorte bedrag en een evenredig deel van het saldo.
5. Speciaal door de Statuten toe te kennen rechten.

Ad. 2. *Stemrecht*. Dit kan op verschillende wijze zijn geregeld. Elk aandeel kan recht geven op een stem, zoodat de meerderheid der aandelen tevens een meerderheid bij stemmingen verzekert.

Onze wet bepaalt in art. 54:

„Bij de akte zal worden bepaald op welke wijze het stemrecht door de Vennooten zal worden uitgeoefend. Echter zal „dezelfde persoon niet meer dan zes stemmen voor zichzelve „kunnen uitbrengen indien de Vennootschap uit honderd of „meer actien of aandelen bestaat; en niet meer dan drie stemmen, indien dezelve minder beloopt”.

„Geen bestuurder noch Commissaris zal als gemachtigde bij de stemming optreden”.

De bedoeling van dit artikel: geen meerderheid te geven aan enkele groot-aandeelhouders, kan door gebruik maken van *stroomannen*, geheel vernietigd worden.

In *Amerika* is, bij afwezigheid van speciale bepalingen de meerderheid van aandelen, desnoods de helft + één in handen van één persoon, de meerderheid, ook wettelijk.

Een zeer eigenaardige restrictie van de macht van de meerderheid in *Amerika* is „*cumulative voting*”.

Section 35a van de *Corporation Act* of *New Jersey* luidt:



„The certificate of incorporation, original or amended of  
 „any corporation, now or hereafter organized under the laws  
 „of this state and thereunder issuing or authorized to issue  
 „shares of its capital stock may provide that, at all elections  
 „of directors, managers or trustees, each stockholder shall be  
 „entitled to as many votes, as shall equal the number of his  
 „shares of stock, multiplied by the number of directors, mana-  
 „gers or trustees to be elected, and that he may cast all of  
 „such votes for a single director, manager or trustee, or may  
 „distribute them among the number to be voted for, or any  
 „two or more of them as he may see fit, which right, when  
 „exercised, shall be termed cumulative voting”.

Toegepast op een voorbeeld werkt dus cumulative voting aldus:

Een onderneming, met een stock, groot 200 shares, moet vijf directeuren hebben. Daar elk aandeel een stem mag uitbrengen op elk der directeuren, worden in het geheel uitgebracht  $5 \times 200 = 1000$  geldige stemmen. Heeft nu een bepaald persoon, of een groep personen, welke dezelfde belangen hebben, tezamen veertig aandeelen, dan is niet verplicht, op elk der vijf personen welke men wil gekozen zien veertig stemmen uit te brengen, doch op één persoon, welken men als directeur of manager of trustee wenscht, mogen alle stemmen dus vijf maal veertig of twee honderd stemmen uitgebracht. Ook mag men op twee personen elk honderd stemmen uitbrengen.

Bij een onderneming waar dus vijf directeuren moeten worden gekozen is een aandeelhouder of een groep aandeelhouders, welke een vijfde der aandeelen bezit, in staat, door al hunne stemmen op één persoon te vereenigen, zich zeker door één directeur te doen vertegenwoordigen.

Bij cumulative voting is dus, om een bepaald persoon als

director, manager of trustee te kiezen slechts noodig, *dat* gedeelte van den stock, 't welk wordt uitgedrukt door een breuk met 1 tot teller, en tot noemer het cijfer, 't welk het aantal te kiezen directors, managers of trustees aangeeft.

De *algemeene vergadering* van de gezamenlijke aandeelhouders die de Nl. Vennootschap uitmaken, is de vorm waarin deze aandeelhouders gewoonlijk, schoon niet wettelijk voorgeschreven, hunne macht, de hoogste macht in de onderneming, althans theoretisch, uitoefenen.

Binnen de grenzen der statuten zijn de aandeelhouders in de algemeene vergadering bevoegd alles te doen om het doel der onderneming te verwezenlijken, en beslissingen hierover te nemen.

In 't bijzonder komt aan de Algemeene Vergadering toe, de benoemingen van bestuurders en Commissarissen en het recht, opgave te ontvangen van winst of verlies.

Opmerkelijk is het verschijnsel, dat in het algemeen de algemeene vergaderingen zoo slecht worden bezocht. De houders van enkele aandeeltjes, zijn immer, of bijna steeds afwezig. Degenen, die geregeld de algemeene vergaderingen bezoeken zijn de houders van belangrijke gedeelten van het aandeelenkapitaal, de personen, uit welke bij openvallen van plaatsen in de leiding, bestuurders of commissarissen, nieuwe functionarissen worden gekozen. Zij zijn het, wien het belang der onderneming 't meest ter harte gaat (meestal omdat hun financien belang zoo groot is) en die inzicht en invloed daarom op de Vennootschap bezitten of trachten te verwerven.

Naar het al of niet bezoeken van de algemeene vergadering door de verschillende aandeelhouders, zijn deze in twee groepen te verdeelen. Dit vindt reeds, met eenige schakeering, grond in de historie.



Bij de *Nederlandsche Oost-Indische Compagnie* hebben we gezien, dat er „t' zestig bewinthebberen" werden gekozen, uit wie de raad van Zeventien, met het dagelijksch bestuur belast. Echter waren er veel meer dan zestig aandeelhouders. De aandeelhouders in deze oud-Vaderlandsche Vennootschap zijn te verdeelen in drie groepen of klassen.

a. De groep, gevormd door eenige groote handelslieden, door wie de stoot tot de onderneming was gegeven, onder wie de Vóór-Compagniën hadden gestaan; die op eigen risico onderzoekingsvloten hebben uitgerust en reeds eerder den handel op de Oost dreven, de zoogenaamde *Indische kooplieden*.

Dezen vormden de kern en de zaakkundigen waren in deze groep vereenigd. Zij waren de aangewezen personen voor den raad van Zeventien. Hierin waren ze op hun plaats. Geen hooge autoriteiten, slechts om goeden naam of hooge positie ter wille van de eer, gelijk nu dikwijls in Aufsichtsrat, Conseil d'Administration, bij ons als Commissaris, maar degenen, die het grootste belang hadden bij den goeden gang van zaken, die „hart" voor de onderneming hadden.

b. Daaromheen een klasse of groep, eveneens mannen uit de handelswereld, *kooplieden*, in 't algemeen, dus ook met vak-kennis toegerust, doch niet zóó innig verknocht met de Compagnie als eerstgenoemden. Ook zij hadden, daar ze aandeel aan de Compagnie hadden genomen, wel meer of minder belang bij de zaak, maar hun eigenlijk hoofd-handelsterrein, hun belangrijkste taak lag elders.

Wel zijn ook dit dus mensen, die op handelsgebied kijk hebben, doch 't zijn geen „Indische kooplieden". Van hen kan gereedelijk een gedeelte gekozen worden om onder de zestig bewindvoerders plaats te nemen.

c. Ten slotte degenen, die niet in den handel zijn, geen vak-

kennis hebben, geen handel zelf drijven: *de groote, rijke patriërkeringen*, die zich om de onderneming, de Compagnie zelf weinig bekommeren, geen poging doen om zich in de details in te werken, doch vertrouwen hebben in den handel op Indië en in de besturende personen. Deze willen van de winsten wel gaarne mede profiteeren en steken daarom een gedeelte van hun geld in de Compagnie.

Ook in *Engeland* zijn t. a. v. de *Engelsche Compagnie* voor den handel op Oost-Indië deze drie groepen te onderscheiden. Onder *c.* vallen daar vooral *Hofadel* en *hoogere beambten*. Bij ons waren de klassen *a.* en *b.* verre in de meerderheid. In Engeland echter was, naar een opgave bij *Steinitzer*<sup>1)</sup> volgens een petitie in het jaar 1680 slecht één vijfde der 550 aandeelhouders kooplieden, terwijl van hen slechts tien of twaalf feitelijk het bestuur uitoefenden.

Den toestand bij ons is zeer ver de voorkeur te schenken, daar toch degenen, welke de grootste belangen hebben bij een onderneming, en tevens met meerdere of mindere kennis van zaken kunnen oordeelen en beslissen, de steun en zekerheid van een zoodanige onderneming vormen.

Ook thans valt nog deze tegenstelling op te merken. Helder is dit, schoon met uiterst vergetrokken consequenties, welke we reeds meldde, uiteengezet door Von Passow in zijn geschrift. Ook Von Petraz<sup>v</sup>zycki, Mead, Schmalenbach wijzen er op.

Von Passow onderscheidt tusschen *Kleinaktionäre* en *Groszaktionäre* en, handelend over de kwestie, wie ondernemer

---

<sup>1)</sup> *Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft*, pag. 22.



der Aktiengesellschaft is, besluit hij, dat de Kleinaktionäre zijn *bloote geldschieters*, die absoluut niet tevens ondernemer zijn, zich er slechts om bekommeren, in zooverre ze er winst bij maken van hun geld. Ze onderzoeken niet de werkelijke productiviteit van de zaak, maar gaan af op geruchten, raadgevingen, dikwijls van geheel onbevoegden, soms van gewetenloozen. Ze bemoeien zich niet met den gang van zaken; dat zullen de groot-aandeelhouders wel doen. Meestal zijn het menschen die nog een eigen zaak hebben, geen tijd dus, of wel personen, die geen verstand hebben van zulke zaken, maar er wel een voordeeltje aan willen hebben en dan <sup>1)</sup> hun geld in aandeelen met wisselend dividend beleggen <sup>2)</sup>

Deze personen kunnen dus onmogelijk als ondernemer worden betiteld. Ze zijn feitelijk niets meer of minder dan kapitalisten, die hun geld leenen, maar dan niet tegen vaste rente, maar tegen wisselend dividend.

De „Groszaktionäre” daarentegen zijn degenen, die *kapitalist* zijn, zeer zeker, doch tevens *ondernemer*. Die zich om het welzijn der onderneming bekommeren, uit wier midden de commissarissen worden gekozen en het bestuur. Doch ook, wanneer ze niet zelf lid zijn van controleerend of besturend lichaam, dan nog beheeren, besturen en besluiten zij mede, door de algemeene vergaderingen te bezoeken.

Deze groep is te vergelijken met de, bij de O.-I.-Compagnie sub *a*, eenigszins ook de sub *b*, genoemde.

---

<sup>1)</sup> Vgl. Petrazz<sup>v</sup>kycki.

<sup>2)</sup> Vergelijk groep *c* boven.

Nog minder bekommeren zich om het werkelijk welzijn van de onderneming, waarvan ze, zij het dan ook zeer tijdelijk, aandeelen in hun bezit hebben, degenen, die ze met speculatieve doeleinden verwerven.

De scheidingslijn tusschen hen valt te trekken op de algemeene vergadering. Wie daar komt zal gewoonlijk mede-ondernemer willen zijn. Wie daar niet verschijnt, nimmer verschijnt, of zich doet vertegenwoordigen, mag geacht worden slechts aan de onderneming geld te hebben geleend tegen wisselend dividend, zonder verdere gevolgen. Niet alsof *steeds* op *elke* algemeene vergadering, naar gelang van het al of niet aanwezig zijn, mag beslist worden over iemands verhouding tot de onderneming. Echter meen ik toch, dat in het algemeen dáár het verschil bloot komt.

En waar de Oost-Indische Compagnie ten onzent is ontstaan uit de samensmelting van Vennootschap onder Firma en Commandite, daar meen ik niet te ver te gaan, wanneer ik hen, die door V. Passow als Groszakionäre worden aangeduid, door Mead, Schmalenbach, Herzog, Von Petraz<sup>v</sup>cky, ja, door ongetwijfeld alle schrijvers, als de kern en het fundament der onderneming worden beschouwd, t.a.v. de Nederlandsche en de Engelsche Oost-Indische Compagnie voornamelijk zich bevinden onder groep *a*, gedeeltelijk onder groep *b*, uit welke personen de Commissarissen, het bestuur, de leiding, het actief optredend gedeelte der aandeelhouders wordt gerequireerd, en wier aanwezigheid op algemeene vergaderingen vrijwel constant zal zijn, — op één lijn stel met de *firmanten*, in zich vereenigend de functie van *geldschiet*er, (schoon met door de wet geregelde beperkte aansprakelijkheid, en *ondernemer*. Zij zijn het, die inzicht vragen en verkrijgen in den gang van zaken; die niet zullen verzuimen de ter inzage liggende stukken der Vennootschap ook werkelijk te gaan zien; de pit, de kern der onderneming.

En naast, en tegenover hen, meen ik, alweder naar aanleiding van het ontstaan der Oost-Indische Compagnie, den Klein-



Aktionär, de onder c bovengenoemden, gedeeltelijk ook sub b, de *louter kapitalist*, althans t. a. v. de Vennootschap, practisch althans, te mogen vergelijken met den Commandataris, den Stillen Vennoot. Hij onderscheidt zich theoretisch van hem, daar hij, in tegenstelling van den Stillen Vennoot tot daden van beheer (i.e. in de Algemeene Vergadering) is gerechtigd. Practisch echter is hij, door het niet-uitoefenen dier rechten, hem gelijk, een geldschieder, welke wisselend dividend ontvangt, en bij ontbinding na de crediteuren wordt bevredigd.

---

### A a n h a n g s e l.

#### *Emissie.*

#### I. *Emissie in het Algemeen.*

Om goed te kunnen behandelen de effecten der Naamlooze Vennootschap is alleszins noodig te weten, op welke wijze ze in staat worden gesteld, hunne economische functie in dienst van de onderneming, het geldbeleggend publiek, het maatschappelijk leven in het algemeen, ook echter ten behoeve van de speculanten, uit te oefenen.

Hiervoor is niet voldoende, het besluit van de Nl. Venn. om aandeelen of obligaties uit te geven, noch ook, dat ze gedrukt en geteekend in een kluis gereed liggen. Ze moeten zijn uitgegeven. De brug tusschen de onderneming en hare effecten moet voor ons gezocht worden in de *uitgifte aan het publiek*.

We zullen hier nagaan emissie in het algemeen, de verschillende manieren, waarop ze geschiedt en hare gevolgen, om op de belangrijke vraag van Aandeelen-emissie a of boven pari dieper in te gaan en te besluiten met obligatie-emissie.

Bij emissie in het algemeen, is nader ingegaan op de kwestie of hierbij hulp van een bankier gewenscht is, ja dan neen!

Een voor de emitteerende ondernemingen zóó belangrijke kwestie mag hier niet onbesproken blijven. Tot goed verstand van den gang van zaken bij een emissie van aandelen, preferente aandelen of obligaties, is gewenscht te onderscheiden tusschen het aan het publiek brengen van effecten van Naamlooze Vennootschappen bij de *oprichting*, en hetzelfde bij latere *kapitaalsverhoogen*.

A. Wanneer een Nl. Vennootschap, niet ontstaande uit een, reeds in anderen vorm bestaande onderneming wordt opgericht, is steeds in hoofdlijnen de gang van zaken aldus:

Een persoon, de promotor genoemd, ziet ergens een gelegenheid, welke naar zijn meening zeer goed door een onderneming productief kan worden gemaakt, of benut, en alsdan een vruchtdragende zaak of instelling kan worden. Zoo'n promotor gaat nu, de omstandigheden en verschillende moeilijkheden aan exploitatie of inrichting verbonden, de winstkansen en kapitaalsbehoefte van de, naar zijn meening hier noodige, of nuttige ondernemingen na. Voorzoover hem dat mogelijk is, stelt hij dus een onderzoek in naar de levenskansen van de onderneming, wier oprichting hij op het oog heeft. Welke ook de gelegenheid welke hij meent te hebben ontdekt, moge zijn, een uitvinding, een technische of fabricage-verbetering, een goedkoopere productie-wijze <sup>1)</sup>, een goudmijn of een gebied, naar zijne meening geschikt om een spoorlijn aan te leggen of een electrische verlichtingsonderneming te plaatsen — steeds zal hij nagaan en zoo mogelijk nauwkeurig onderzoeken de kansen, mogelijkheden en moeilijkheden, welke de op te richten onderneming zou hebben of ondervinden.

---

<sup>1)</sup> Klassiek voorbeeld: natuur- en chemische Indigo.



Meent hij te kunnen concludeeren tot levensvatbaarheid van een aldaar op te richten Vennootschap, dan is eerste eisch, zich te verbinden met personen, die heil zien in de zaak, maar bovendien, die het kapitaal voor den eersten rang benoodigd, kunnen en willen verleen.

Heeft hij eenige kapitalisten gevonden, bereid om in te gaan op de door hem gedane voorstellen, dan sluiten dezen zich aaneen, en is waarlijk ook hun na dege, *vakkundige onderzoekingen* (en hierop kan niet genoeg de nadruk worden gelegd) de levensvatbaarheid en succesmogelijkheid eener onderneming gebleken, dan wordt tusschen hen gesloten de bovengenoemde <sup>1)</sup> Overeenkomst tot oprichting. Deze personen zijn dan de *oprichters*.

Is alsdan de overeenstemming tusschen hen aanwezig, de voorbereidende maatregelen gedeeltelijk getroffen, dan moet er voor worden gezorgd, dat de noodige bezittingen en rechten worden verkregen, om het plan ten uitvoer te brengen.

Bij de overeenkomst van oprichting, waarvoor noodig is, dat voor  $\frac{1}{5}$  van het maatschappelijk kapitaal is geplaatst, moeten dus de oprichters  $\frac{1}{5}$  van dat kapitaal voor hunne rekening nemen. Alvorens de Nl. Vennootschap kan werken, is, gelijk we boven hebben gezien, een volstorting van 10 % van (in de praktijk) het geplaatste kapitaal vereischt. Dikwijls zal hiervoor noodig zijn een leening aan te gaan bij een of meerdere banken. Ook is onder de oprichters zelve dikwijls een bankhuis. Door deze instellingen nu, worden de benoodigde gelden geleend, doch alsdan moet er zekerheid zijn. Zonder zekerheid leent geen enkele bankinstelling. Dikwijls zal hiervoor noodig zijn het bewijs, dat men, wanneer bepaalde terreinen noodig zullen

---

<sup>1)</sup> Sub-vereischten tot oprichting.

zijn, een recht van voorkoop op die gronden heeft verworven. De gelden hiervoor benodigd, zullen dus door de oprichters moeten worden besteed.

Waardoor nu is het noodig, dat de promotor zich moet wenden tot rijke particulieren of tot banken, in plaats van onmiddellijk een oproep aan het publiek te richten om aandeelen te nemen?

a. Door onze wet, omdat niet als zoodanig bestaat de Naamlooze Vennootschap, alvorens aan de verschillende vereischten is voldaan, en geen Koninklijke bewilliging wordt verleend, tenzij  $\frac{1}{5}$  van het maatschappelijk kapitaal is geplaatst.

b. In Amerika echter, waar dit vereischte niet bestaat, is de grond te zoeken in de houding van den belegger. De geldbelegger aldaar kan worden opgevorderd om zijn geld te geven voor twee soorten ondernemingen: die, welke reeds bestaan, en nieuwe, welke moeten ontstaan, juist *door* zijn geld. Dit laatste zal hij niet doen, daar hij dan zelfstandig de winstkansen moet onderzoeken en nagaan de verschillende ontwerpen, maar hij zal aandeelen of obligaties, in het algemeen effecten koopen, welke hem worden aangeboden, met het doel de interest van zijn vermogen te vermeerderen.

Technische kijk en inzicht hebben deze buitenstaande kapitalisten weinig of niet. Ze gebruiken de ondernemingen, wier papieren ze bezitten, slechts als bron van inkomsten zonder arbeid.<sup>1)</sup> Als hun voldoende zekerheid kan worden gegeven, dat, door de toekomstige ontwikkeling, de onderneming voldoende vruchten zal afwerpen, zijn ze bereid hun geld tot dat einde te geven.

Echter zijn ze niet bereid, noch ook veelal in staat, zelf die

---

<sup>1)</sup> Vgl. klein-aandeelhouders boven.



bronnen en kansen op te zoeken, noch ook hare waarde te beoordeelen. Zijn echter de voorbereidingen door anderen getroffen, en is de gang van zaken van dien aard, dat vruchten kunnen worden verwacht, dan zijn ze bereid hun geld er in te beleggen.

Door deze geaardheid van het geldbeleggend publiek is noodzakelijk de promotor en is hij gedwongen, zich te wenden tot rijke particulieren, welke wèl als oprichters de plannen willen onderzoeken, of tot bankinstellingen. Om later, na de oprichting, de onderneming tot bloei te brengen, haar geheel te ontplooien, is, gelijk we zullen zien, na dezen omweg toch weer het beleggend publiek nodig.

Wanneer het zoover is, dat de kapitalisten tot oprichting zullen overgaan of zijn overgegaan, verdwijnt gewoonlijk de promotor van het tooneel. Voor zijne bemoeienissen ontvangt hij een som gelds of hem wordt een gedeelte der, door de op te richten Vennootschap uit te geven, aandeeleu verzekerd, zoodat hij in de winsten kan deelen. Voor hem zijn dus veelal niet de groote winsten weggelegd.

Voor al uitvinders van later uitermate practisch en belangrijk gebleken zaken, schijnen hierin zeer droevig uit te blinken en velen zijn in armoede gestorven, terwijl door hen, die de uitvinding exploiteerden, niet zelden millioenen zijn verdiend.

Is nu de onderneming, de Naamlooze Vennootschap opgericht, dan wordt groote activiteit aan den dag gelegd. Commissarissen worden benoemd, een prospectus opgesteld en verspreid, circulaires en advertenties lokken, om aan de Vennootschap deel te nemen. Een emissie wordt beproefd.

Zeër verschillend kan nu het publiek gestemd zijn tegenover

de aandelen, en van deze houding van de beleggers hangt het af, of de emissie zal slagen. <sup>1)</sup>

De groote lijnen voor de oprichting eener Vennootschap zijn dus steeds:

a. Zich zekerheid verschaffen om in het bezit te komen van een gelegenheid om geld te verdienen door het oprichten eener onderneming.

b. Het kapitaliseeren van deze onderneming tegen hooger waarde, dan de onkosten van verkrijging plus ontwikkeling.

c. Of directe of indirecte verkoop van de bewijsstukken dezer kapitalisatie m.a.w. aandelen of obligaties aan het publiek tegen zoo hoog mogelijken prijs.

De winsten hierdoor gemaakt vormen de oprichterswinst, welke hem, zonder veel risico, te beurt valt. Soms is dit een zeer groote som gelds.

Is het nu gerechtvaardigd, dat zulke oprichters, zonder toch veel risico te dragen <sup>2)</sup> zulke enorme winsten soms maken. De rechtvaardigingsgrond moet gezocht worden in het feit, dat zij, bronnen van rijkdom, welvaart en verdienste, welke nog gesloten waren, hebben geopend en voor het publiek toegankelijk gemaakt. Evenzoo is de opvatting van Mead, die hem noemt: „a creator of value”.

Al naar gelang de bedoeling van den oprichter is, zich aan de onderneming te wijden of wel alleen, om met zijn kapitaal

<sup>1)</sup> Belangrijke factoren voor het slagen van een emissie zijn:

1. Het emissiecrediet van den financier.

2. Bij emissiebanken: of goed gedecentraliseerd systeem van filialen of geassocieerde bankinstellingen bestaat, dus of daardoor een groot publiek kan worden bereikt.

3. De gesteldheid van de effectenmarkt. De conjunctuur. Of reeds de markt is verzadigd of willig om papieren op te nemen.

<sup>2)</sup> Dit is in Amerika nog veel geringer dan bij ons.



oprichtérswinsten te maken, zal hij een gedeelte der aandeelen behouden of trachten ze alle zoo snel en zoo duur mogelijk van de hand te doen. Evenzoo zal hij, waar die bedoeling is, blijven deelnemen aan de leiding der Vennootschap, of zich terugtrekken en aan technische leiders het overlaten, voor de verdere ontwikkeling, en zoo mogelijk bloei, zorg te dragen.

B. Eenigszins anders is de gang van zaken, bij omvorming van een reeds bestaande zaak in een Naamlooze Vennootschap, en ook bij kapitaalsverhooging eener reeds bestaande NL. Venn. Alsdan zullen wegvallen punt *a.* voor het geval van omvorming, de punten *a* en *b.* van de ontwikkeling, bij kapitaalsvermeerdering.

We zullen alleen de *kapitaalsvermeerdering* hier behandelen; daaruit toch valt gemakkelijk af te leiden op welke wijze de omvorming geschiedt.<sup>1)</sup>

*Kapitaalsverhooging.* Een onderneming, in welken vorm ook, zal bij goeden gang van zaken, steeds uitbreiding, vermeerdering, vergrooting van afzetgebied, verbetering beoogen. Voor deze verschillende bedoelingen is ter verwezenlijking noodig het vermeerderen van kapitaal.

Belangrijk is nog de vraag welke uitbreidingen of verbeteringen moeten worden bekostigd uit de winst, welke uit nieuw aan te trekken kapitaal.

---

<sup>1)</sup> Slechts zij nog vermeld, dat bij omvorming van een reeds bestaande zaak in een NL. Vennootschap, een bank, welke daarbij de emissie mocht hebben te bewerkstelligen, verplicht is tegenover de latere aandeelhouders nauwkeurig toe te zien, en door zaakkundige personen te laten onderzoeken, of niet de zaak tè hoog geschat en voor die tè hooge taxatie is ingebracht. Dit toch is een euvel, dat zeer veel is voorgekomen en de geheele NL. Vennootschap onmiddellijk op ongezonde, financieel irreëele basis stelt.

Me a d geeft een bepaalde categorie aan, welke met hulp van vreemd nieuw kapitaal zelfstandig, zonder de winsten hiervoor te gebruiken, mag worden gekapitaliseerd.

In zijn werk <sup>1)</sup> schrijft hij:

„.....an expenditure, to be properly capitalized, should result in a certain and approximately definite increase in the profits of the Company, an increase which is more than sufficient to pay interest or dividends, at the rate paid by the Company on its existing liabilities, on the amount necessary to make the improvement.

From this class of expenditures, which can be properly capitalized on the basis of this definition, the so-called betterment-expenditures should be excluded.

Capitalized expenditures should result in positive additions to the business of the Cy.”

Hieruit blijkt duidelijk, dat een zelfstandig kapitaliseeren, zoodat dus de passiefzijde van de balans wordt vermeerderd met aandelen- of obligatie-kapitaal, preferente aandelen of loopende schuld, slechts mag geschieden, wanneer de uitbreiding, waarvoor de onkosten zijn gemaakt, *zeker een evenhooge vermeerdering van inkomsten verleen en als verhoudingsgewijs uit de overige bezittingen voortvloeit.*

Een verbetering in bestaande inrichtingen, zonder *uitbreiding*, betterment-expenditures, een practisch begrip met onzekere, wisselvallige winstkansen, valt hieronder niet, en zal dus uit de winsten moeten worden bekostigd.

Ook wanneer *werkkapitaal* noodig is en gereede penningen niet aanwezig zijn, mag men van zijn bankerediet gebruik maken en een leening sluiten. Dikwijls toch loopt een dergelijke

---

<sup>1)</sup> Pag. 256 boven.



behoefte aan werkkapitaal, terwijl de gelden niet beschikbaar zijn, slechts over een seizoen of semester, en zijn de leeningen volkomen gedekt door vorderingen der onderneming op hare cliëntele, welke vorderingen aan het einde der genoemde periode door betaling vervallen.

Ook mag nieuw, vreemd kapitaal worden geleend, wanneer een gedeelte der onderneming, bij een verzamelbedrijf b.v. een bepaalde tak, wat hare gebouwen, werktuigen, m.a.w. haar materieel bestaan betreft, zoodanig is verwaarloosd, dat ze thans bijna of geheel waardeloos is. Kan nu door verbetering en herstel van deze inrichtingen de zaak weer tot bloei komen, dan mag hiervoor kapitaal worden geleend.

Nieuw kapitaal mag dus worden opgenomen:

- a. Voor uitbreiding, bij zekerheid van procentsgewijs even-hooge winsten, als van de oorspronkelijke inrichtingen.
- b. Tot uitbreiding van benodigd werkkapitaal.
- c. Ter reconstructie van een ondernemingsgedeelte of tak.<sup>1)</sup>

Op verschillende wijze kunnen nu nieuwe uitbreidingen worden verricht, en hierbij treedt weer op den voorgrond de bovengestelde onderscheiding tusschen uitbreiding uit winsten of met vreemd kapitaal. Al is nl. geoorloofd nieuw kapitaal aan te wenden, toch wordt lang niet immer hiervan gebruik gemaakt.

Drie methodes komen in aanmerking:

---

<sup>1)</sup> Natuurlijk is het droevig dat zulk een toestand (sub c) is ingetreden en had feitelijk langzamerhand, over een lange periode van jaren, zonder nieuw kapitaal, maar uit de verdiensten, de zaak moeten zijn verzorgd, zoodat ze nu niet in zulk een deplorabelen toestand was, maar, nu eenmaal de feiten aldus zijn, en de kans, dat door de reconstructie spoedig groote winsten worden gemaakt, verzekerd is, mag nieuw kapitaal worden gebruikt, — tot kapitaals-uitbreiding worden overgegaan.

- a. Uitbreiden uit de *eigen winsten*.
- b. Door emissie van *aandeelen*.
- c. Door het aangaan van *schuld op langen of korten termijn*.

*Ad a.* Bij conservatief beheer kan binnen de grenzen, boven, door het opsommen van de gevallen van kapitaalsuitbreiding, aangegeven (betterment expenditures) veel worden gedaan uit de winsten. Dit is, mits niet *te ver* gedreven, zoodat men ook uitbreidingen, ja, vrijwel alles hieruit tracht te bekostigen — zoodat het zou uitloopen op een onthouden van de waarlijk verdiende dividenden aan de aandeelhouders, of op een bedoelde of onbedoelde bevoordeeling van de eene klasse aandeelhouders boven de andere, zoo er meerdere zijn, — een gezonde toestand..... doch met beleid toegepast.

Ongunstig is b.v. het langzamerhand uitbreiden uit de winsten, zoodat eerst na langen tijd van sparen en geen, of verminderd dividend uitkeeren, eindelijk de groote verdiensten komen. Dit is absoluut af te keuren, wanneer, door onmiddellijk een flinke kapitaalsvermeerdering aan te gaan, en het werk der verbetering of uitbreiding met de grootst mogelijke snelheid te verrichten, zeer spoedig groote inkomsten-vermeerdering kan worden bereikt, welke meer dan dekt de lasten van de kapitaalsvermeerdering.

Voor elk afzonderlijk geval moet met de grootste nauwlettendheid gekozen worden door de leiding, en deze beschouwingen niet over 't hoofd gezien, daar anders een ongerechtvaardigde, langdurige benadeeling van de aandeelhouders het gevolg zou zijn van overdreven, goed bedoeld, conservatief beheer.<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Vgl. vooral Herzog: *Begutachtungen*, die vele vragen stelt, welke een bestuur heeft te beantwoorden voor zichzelf alvorens een beslissing inzake verschillende maatregelen, i.c. kapitaalsvermeerdering, te nemen.



*Ad b en c.* Men kan eerst bij zijn bankier geld leenen, doch dit kan niet aldoor voort gaan.

Heeft men gedurende langen tijd veel crediet bij een bank op korten termijn, dan is het gewenscht dit te fundeeren. Op welke wijze dit geschiedt, aandeelen, preferente aandeelen of obligaties zullen we hier niet bespreken. Is nu de schuld bij de bank of banken zoo hoog gestegen, dat deze niet langer zijn tot het verleenen van voorschot, dan zal de Vennootschap genoodzaakt zijn op andere wijze een beroep te doen op de geldmarkt.<sup>1)</sup>

Op verschillende wijze kunnen nu de effecten, aandeelen of obligaties aan het publiek worden gebracht.

Het kan of direct of indirect, door middel van een bankinstelling. De directe aanbieding aan beurs of eigen bureau der Vennootschap komt weinig voor. Meestal zal men gebruik maken van één of meerdere bankinstellingen, en het publiek uitnoodigen in te schrijven op de emissie aan de kantoren dier instellingen. Is óver het bedrag volteekend dan moet een toewijzing plaatsvinden, dikwijls procentsgewijze naar rato van de inschrijving.

Zeer verschillend kan de verhouding zijn tusschen de emitteerende Vennootschap en de haar helpende banken.

I. Soms worden de stukken door den bankier *gegarandeerd* (underwriting) en dan geschiedt de emissie verder door hem doch op last van de Vennootschap.

---

<sup>1)</sup> Het is echter gevaarlijk tot de uiterste termijn te wachten. Beter is, bij aanmerkelijke stijging der schuld op korten termijn reeds tot fundeering over te gaan, alvorens de uiterste credietgrens is bereikt, daar dan de geringste tegenslag of conjunctuur-wijziging noodlottige gevolgen kan brengen.

II. *Subscriptie*: De stukken worden door den bankier voor de onderneming aan zijn cliënte afgegeven.

Verschillend zijn hierbij de bepalingen:

a. Soms wordt voor de stukken eenvoudig een vasten prijs bepaald welke ze moeten opbrengen.

b. In andere gevallen komt men overeen, dat de Vennootschap een vasten prijs ontvangt, doch bovendien een aandeel in de winst, door den bankier bij den wederverkoop gemaakt.

c. Ook komt voor, dat de volle prijs aan de Vennootschap komt en dat den bankier slechts commissie-loon of provisie wordt gegeven.

Bij de overneming, garantie is de geldnemer, de emitteerende Vennootschap zeker, haar geld te ontvangen. De bankier nl. handelt op eigen risico. Om dit risico te verdeelen wordt veelal een *emissie-syndicaat* gesloten, wanneer het belangrijke emissies geldt.

Juridisch moet een dergelijk emissie-syndicaat worden beschouwd als „*handeling voor gemeene rekening*”.

Een garantie- of emissie-syndicaat is een vrijwillige, tijdelijke associatie van personen of firma's of vereenigingen; gevormd door dengene met wie de emitteerende Vennootschap de overeenkomst heeft gesloten (*syndicate-manager*), meestal een bankier(sfirma) om hem te steunen bij het garandeeren van den verkoop van of bij den koop der emissie van aandelen of obligaties.

De gang van zaken is aldus: De bankiersfirma contracteert met de emitteerende Vennootschap tegen vaste prijs, tijd en voorwaarden. De Vennootschap bemoeit zich alleen met hem. Hij moet verder maar zorgen, dat de emissie slaagt en doet dit door associatie met anderen, ook tegen vaste prijs, tijd en voorwaarden, en de contracten met die andere bankiers, kunnen



afwijken van dat tusschen hem en de Vennootschap, zoodat de bankier een extra winst maakt. Dat de bankiersfirma aldus handelt is een toepassing van het principe van risico-verdeeling.

Heeft hij tot zijne beschikking kapitalen tot een bedrag van *f* 10.000.000.—, dan zal hij niet meer dan b.v. *f* 1.000.000.— wagen in de emissie van één onderneming, en garandeert hij meer, dan zal hij kapitaal van bevriende banken, door een emissie-syndicaat te vormen, aantrekken, om het risico te verdeelen. Hierdoor krijgt hij breeder markt, beter afzetgebied voor de stukken en kan rekenen spoediger zijn geld weer terug te hebben, dus ook de winsten aan de handeling verbonden.

Soms wordt reeds in het contract tusschen emitteerende Vennootschap en bankier, de noodzakelijkheid van een breede markt erkend en uitgesproken, door op te nemen de verplichting voor den bankier, om een aantal andere bankhuizen, met name aangewezen of ter keuze van den bankier gelaten, mede in de emissie te betrekken.

Het *syndicaat* wordt aangegaan voor een bepaalden tijd. Als deze termijn is afgelopen en de stukken zijn nog niet alle geplaatst, dan staan twee mogelijkheden open.

I. Het *syndicaat* kan worden verlengd, en dan blijven de stukken berusten onder den eersten bankier, dengene die met de Vennootschap heeft gecontracteerd, en de voorschotten gedaan om de Vennootschap te betalen, worden vernieuwd. Meestal wordt minstens eenmaal verlengd, bij niet onmiddellijk slagen; soms herhaaldelijk.

II. Het *syndicaat* kan worden ontbonden. Dan worden de gelden, door verkoop van stukken verkregen, gebruikt om de voorschotten in te lossen en de ongeplaatste stukken worden onder de leden van het *syndicaat* verdeeld, naar rato van ieders

deelneming, terwijl de gelden ervoor in kas worden gestort, bij den eersten bankier, die de voorschotten heeft verleend.

Soms is het deelnemen aan een emissie-syndicaat zeer voordelig. De geheele aandelen- of obligatie-voorraad wordt soms geplaatst bij het publiek, alvorens eenige betaling aan de emitteerende Vennootschap behoeft te worden gedaan.

Groote winsten dus, zonder noemenswaardig risico of renteverlies.

Soms echter ook, is de markt zeer traag, moeten vele oproepen tot koop aan het publiek worden gedaan, en levert de transactie eerst na jaren voordeel op, of blijkt ze een verlies.<sup>1)</sup>

De voordeelen aan het gebruik maken van de hulp van banken verbonden, voor de emitteerende onderneming zijn van niet geringe beteekenis. Eenige dier voordeelen zijn:

I. De onzekerheid, het risico van het slagen der emissie, treft niet de Vennootschap. Zij is zeker, na den in het contract bepaalden tijd, de vast overeengekomen geldsom te ontvangen.

II. De onkosten zijn geringer.

III. Hij kan rekenen op den steun der groote bankinstelling, daar deze niet gaarne ziet, dat stukken door haar aan hare cliëntèle verkocht, zullen dalen. Dat zoude haar crediet verminderen en daartegen moet gewaakt.

Zeer onderscheiden wordt door verschillende schrijvers gedacht over de waarde van den bankier als hulp bij een emissie.

Enkele uitspraken zullen hier volgen.

Mead:<sup>2)</sup> „There are great advantages to a corporation

<sup>1)</sup> In Januari 1907 werd het syndicaat tot emissie van de *Convertible bonds* \$ 12.000.000.— voor de *Erie Railroad Cy.* ontbonden en bleef met \$ 9.000.000.— der stukken in handen.

<sup>2)</sup> t.a.p. pag. 120 en 121.



in placing its securities with investment bankers. The cost of obtaining the required capital is definitely determined in the banker's contract. If the bonds are to be sold at \$ 85 or \$ 90, or \$ 92½, the exact amount of money, which will be received from these bonds is known. The money, moreover, will be paid at a definite date, so that the syndicate need have no uncertainty about recovering their advances and repaying their loans.

„The cost to the corporation of selling securities tot bankers is also much less thans if sales are made direct to the public, and the certainty of return is far greater.

„The banker,..... has a permanent organization and an established clientele of customers. This organization is constantly employed in marketing securities. Established banking houses of good reputation have a large number of customers who will buy from no one else. They can count on a certain amount of money from these customers at regular intervals, which will be spent on the securities which they offer.

„They are also able to make a market for new securities, for which the demand may be weak at the outset, by exchanging these new bonds on a favorable basis for seasoned bonds of long standing, which its regular customers have purchased in the past, and for which a ready market exists.

„With a large number of satisfied customers, with whom the banker is in constant touch, new issues of securities can be quickly sold by exchange, when direct sale would be impossible. Bankers, moreover, are not obliged to force a market for the securities which they purchase. They can utilize their credit to carry stocks and bonds until a favorable season arrives for selling them.”

Uit dit citaat, dat in zijn geheel is overgenomen, met de

bedoeling, aanstonds de keerzijde te laten zien in het oordeel van Schmalenbach, spreekt onverholen waardeering, en een groot vertrouwen in de banken.

Hiertegenover meenden we Schmalenbach het woord te moeten geven, gelijk hij schrijft over „*Die Bank als Emissionsorgan*”:<sup>1)</sup>

„.....Richtig ist dasz das System des deutschen Bankapparats sich in immer feinerem Gezweige über das Land ausbreitet und dasz die Aste dieses Systems zunächst nach den grösseren Städten zu sich verstärken..... und daraus ergibt sich, dasz die Banken für das Emissionswesen die natürlichen Helfer sind.”

„Auf der andern Seite lässt sich aber nicht übersehen, dasz die Banken gerade für diesen Emissionsdienst sich unverhältnismässig hoch bezahlen lassen.”

„Was man auf der einen Seite dem Kapitalisten an Gewinn und Gewinnchancen lässt, dasz ist nur so viel, wie nötig ist, um Kapitalisten an der Hand zu haben. Lasalle hätte ebensogut wie von einem ehernen Lohngesetz von einem ehernen Dividendengesetz reden können. Die Bank sucht auf der anderen Seite den inbringenden Gründer möglichst kurz zu halten, und in je höherem Masze das gelingt, um so mehr verdient die Bank. Ein Fabrikant, der die Verhältnisse kennt und zu nutzen weisz, kommt besser weg wie einer, der nichts weisz. Selbst die vornehmste Bank mit dem vornehmsten Allüren huldigt in dieser Hinsicht dem Grundsatz des Krämers, der nicht „feste Preise” kennt, sondern den Dummen überteuert.”

---

<sup>1)</sup> In „*Finanzierungen*” pag. 236—242.



Voorts gaat hij den nadruk leggen op het feit, dat, door de emissie door een Bank te doen bewerkstelligen, de ondernemer groot gevaar loopt zijne zelfstandigheid te verliezen.

Door uitgebreide cliëntèle kunnen de groote banken zeer vele der stukken plaatsen. Een bezwaar, 't welk hij aanvoert, is vooral gericht tegen de emissie van aandeeleu, m.a.w. stemrecht hebbende effecten der Vennootschappen.

Velen der klanten ook koopen aandeeleu en verpanden ze aan de bank, om daardoor hun speculatie-kapitaal te vermeerderen.

Hij somt op, dat tenslotte de bank tot hare beschikking heeft, om de onderneming van zich afhankelijk te maken:

a. Verpande aandeeleu.

b. Aandeeleu van deposito-klanten, in beheer; voor dat beheeren vraagt de bank niets of bijna niets; alleen 't recht om hen op de algemeene vergadering te vertegenwoordigen.

c. Van velen hunner verdere klanten vragen ze toestemming tot vertegenwoordiging.

Aldus kan een bank, wanneer vele aandeeleu onder hare cliëntèle zijn geplaatst, zelfs zonder in eigen bezit één aandeel te hebben, een machtigen invloed uitoefenen op de onderneming en de leidende partij verhinderen aandeeleu van de hand te doen, maar haar dwingen ze vast te houden.

Het groote nadeel, hieraan verbonden, is, dat de bank van deze positie gebruik zal maken, de onderneming ten eigen behoeve uit te buiten.

„Eine Aktiengesellschaft gibt bald durch dieses, bald durch jenes Finanzgeschäft einen Anlasz zum Bankverdienst, Aufsichtsratsstellen sind zu besetzen. Treuhandgesellschaften zu bestellen, usw.”

Overal zal ze pogen zich en haren directeuren winsten te doen toekomen, zonder evenwichtige contra-praestatie.

Alsdan is, zelfs wanneer anders in 't geheel geen kapitaal te verkrijgen is, emissie van aandeeleu a pari zeer gemakkelijk en tevens afdoende.

IV. Tegenover den aandeelhouder, die door den stand zijner financiën geen nieuwe aandeeleu kan nemen, dus bij emissie met agio niet zou kunnen profiteeren van de te verwachten voordeelen, is het billijker.

Hij kan nu, al kan hij geen nieuwe aandeeleu nemen, althans zijn recht verkoopen (zie boven sub *a*) of op de sub *b* genoemde wijze, de waarde van de claim zich ten goede doen komen.

*Nadeelen van emissie à pari:*

I. Worden van een Vennootschap, wier aandeeleu b.v. op 200 % staan, nieuwe aandeeleu à pari uitgegeven, waarbij de nieuwe volkomen dezelfde rechten bevatten als de oude, dan is 't gevolg, een koersdaling, welke, wanneer evenveel nieuwe aandeeleu worden uitgegeven, als er oude zijn, het aandeel, zoo- wel oud als nieuw op 150 % zou brengen.

Dan had dus de verkrijger van een nieuw aandeel voor  $f$  100.— een stuk ter waarde van  $f$  150.—, terwijl de houders der oude aandeeleu door de emissie een overeenkomstig verlies zouden lijden door de waardedaling hunner papieren van 200 % tot 150 %.

Waren nu houders van oude en nieuwe aandeeleu dezelfde personen, en hadden ze van beide categoriën aandeeleu even veel, dan zou dit geheel gelijk blijven, daar dan de winst op het nieuwe aandeel, het verlies op het oude zou dekken.

Doch geheel anders is het, gelijk duidelijk is, wanneer deze twee groepen, de bezitters der oude en die der nieuwe aandeeleu, niet dezelfde zijn.

In dit laatste geval zou het resultaat natuurlijk niet gewild zijn en niet dan bij uiterste noodzaak aanvaard.



maken van wat uitnemend belegd kapitaal was, en daartoe gaat men niet, dan uit noodzaak over.

Bovendien, wanneer de aandeelhouder eens zulk een extra voordeel, als een inschrijving a pari biedt, heeft gehad, verwacht hij het later nog weer, en om er dan van te kunnen profiteeren, moet hij de aandeeleu behouden; verkoopen toch, ware het slachten van de kip, die de gouden eieren legt.

II. Gewenscht is de, uit punt I volgende stabiliteit in de aandeelhouders. Een telkens wisselen heeft dikwijls nadeelige invloed. Vaste, oude aandeelhouders, die in de zaak en hare belangen zijn ingewerkt en ingeleefd, kunnen tot het beheer worden geroepen.

Oude, verknochte aandeelhouders geven zekerheid aan de leiding, dat niet zoo gemakkelijk een groep buitenstaanders de leiding zal nemen, contrôle verwerven, door aandeeleu op te koopen. Wie lang aandeelhouder is geweest van een goede, soliede onderneming, scheidt moeilijker van zijn stuk, dan de aandeelhouders in ondernemingen, wier deelhebbers telkens wisselen. Dit verknocht-worden der aandeelhouders wordt in de hand gewerkt door emissie a pari.

III. Een verder voordeel is gelegen in het feit, dat de onderneming nimmer zal behoeven bezorgd te zijn over kapitaals-behoefte. Altijd zal ze geldmiddelen kunnen krijgen bij emissie a pari.

Uitgegaan is immers van de veronderstelling, dat het een bloeiende onderneming is, wier stukken boven pari staan.

Voor al is dit van belang, wanneer de obligatie-markt overvol is, zoodat obligatie-emissie niet gelukt, of althans slechts tegen hooge rente, te hoog, daar b.v. de onderneming een zoo hooge vaste belasting niet op zich mag nemen, uit oogpunt van voorzichtigheid.

belichaamd in een dividendbewijs, heeft, dit op verschillende wijze geldig maken:

*a.* Door verkoop van de claim, het recht op inschrijving op een nieuw aandeel.

*b.* Door een gedeelte zijner aandeeleu, welke hij bezit, zonder *claim*, tegen de marktwaarde te verkoopen, en wel even zoo veel als hij met zijn claim nieuwe *a pari* zal kunnen verkrijgen. Tenslotte behoudt hij dan evenveel aandeeleu, terwijl zijn claim te gelde is gemaakt.

*c.* Door zijn oude aandeeleu alle te behouden en de nieuwe er bij te nemen.

In de gevallen *a* en *b* ontvangt hij ongeveer zuiver, in geld het agio, de premie, 't verschil tusschen marktwaarde en nominale waarde  $\times$  het aantal aandeeleu dat hij verkoopt (*b*) of het aantal claims dat hij heeft (*a*).

In geval *a* ontvangt hij minder dan bij *b*, daar degene, die het *recht* op een aandeel koopt, en dan zelf inschrijft, iets wil winnen met deze transactie, daar hij anders evengoed, en dan zonder de last van inschrijven, een oud aandeel zonder claim kan koopen. Hij geeft dus niet het volle agio voor de claim; doch minder.

#### *Voordeelen van emissie a pari:*

I. Gevolg is, dat de oude aandeelhouders vrijwel alle aandeeleu zullen nemen, dat de eigendom der onderneming in dezelfde handen blijft en door de emissie niet de heerschappij uit handen van de nu leidende partij kan komen in die van anderen.

Wordt *a pari* geëmitteerd, dan zullen weinig aandeeleu aan buitenstaanders komen, daar het verkoopen van het recht of van oude aandeeleu<sup>1)</sup> tenslotte toch is een op eenmaal los-

---

<sup>1)</sup> Zie boven *a* en *b*.



Worden in het bovengenoemde geval nu aandeeleu uitgegeven, ook met een nominale waarde van  $f$  100.—, en verkrijgen die aandeeleu dezelfde rechten als de oude, wier handels- en werkelijke waarde  $f$  200.— is, dan is het begrijpelijk en logisch, dat de, voor zijn geld belegging zoekende kapitalist, gaarne een hoogere som wil betalen, dan  $f$  100.—

Het geld dat nu boven de nominale waarde der uit te geven aandeeleu door de onderneming wordt ontvangen, mag nu niet als een winst worden beschouwd, doch het is een reëel bestanddeel van de storting, welke de nieuwe aandeelhouder moet verrichten.

Natuurlijk is een uitgifte boven pari voor de onderneming geene verplichting; ze kan ook de emissie a pari doen geschieden, hoe hoog ook de aandeeleu staan.

Beide methodes, zoowel die a pari als boven pari hebben hare voordeelen, welke we zullen beschouwen.

#### *A Emissie a pari.*

Alvorens de voor- en nadeelen dezer emissie te behandelen, is voor juist begrip van het volgende, gewenscht even in te gaan op de methoden waarop een „claim” kan worden van waarde gemaakt.

Wanneer de emissie a pari geschiedt, kan de oude aandeelhouder, wanneer hij recht op subscriptie, claim, gewoonlijk.

---

sterker zal de koers omhoog gaan, zoodra uitlekt, dat met controlebedoelingen de inkoop geschiedt.

Deze speculatieve stijgingen en dergelijke meer, laten we hier buiten beschouwing, daar alsdan niet de werkelijke, innerlijke waarde stijging en verbetering der onderneming de marktwaarde van het aandeel doet rijzen, en daling onmiddellijk kan en zal intreden, 't zij na het gelukken of ook het mislukken der speculatieve transacties.

neer dan bovendien nog een goed dividend, vrij hoog boven den gewonen rentevoet van geleend geld uitgaande, kan worden uitgekeerd, terwijl door verbeteringen en uitbreidingen, verwerving van waardevolle patenten, verfijning van fabricage, sluiten van voordeelige contracten, goede handels- en beheerspolitiek, de onderneming in beteekenis wint, dan zal de koers boven de nominale waarde stijgen. De werkelijke waarde der onderneming is dan — en dit is duidelijk, daar reserves zijn gemaakt, en komt uit in de stabiel hooge dividendenuitkeeringen, — stabiel tengevolge van voorzichtig conservatief beheer; hoog, door de toenemende bloei der zaak, — veel hoger dan de nominale waarde der aandeelen aangeeft. De beteekenis van het cijfer, het nominale bedrag op het aandeel is dan, behoudens aanduiding van de grens der aansprakelijkheid, niet veel meer, dan het verhoudingscijfer, waarnaar men aandeel heeft in de werkelijke waarde der onderneming.

Ter verkrijging van een aandeel in zulk een zaak, zal een kapitalist, die zijn geld winstgevend en solide wil beleggen, gaarne een aanmerkelijk hooger bedrag willen besteden, dan wordt aangegeven als nominale waarde van het stuk.

Wanneer nu de onderneming zeer bloeit en door de bovengenoemde en nog vele andere factoren de koers is gestegen tot b.v. 200 %, dan is de handelswaarde van een aandeel, waarop als nominaal bedrag f 100.— staat aangeven, f 200.— geworden.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> Opmerking: Buiten beschouwing laten we hier koersstijgingen uit louter speculatieve oorzaken, gelijk veel in Amerika is voorgekomen, wanneer door een groep buitenstaanders ten einde controle over een bepaalde Company te verwerven, de aandeelen dier onderneming werden opgekocht. Heeft reeds een drukke vraag naar een bepaald aandeel koersstijging tengevolge, veel sneller en



„disagio op aandeeleu'', zoo zullen we toch hierop niet ingaan. Wettelijk is ze verboden ex art. 40<sup>II</sup> W. v. K.:

„De vennooten of houders dier actiën of aandeeleu zijn niet „verder aansprakelijk dan voor het volle beloop derzelve'', in verband met 40<sup>I</sup> W. v. K.:

„Het kapitaal der Vennootschap wordt verdeeld in actiën „of aandeeleu op naam of in blanco''.

De uitdrukking: „niet verder aansprakelijk dan voor het *volle* beloop derzelve'', moet aldus verstaan, dat tot het *volle* beloop dan ook scteeus aansprakelijkheid bestaat.

Verkoop of plaatsing beneden pari beteekent echter juist een verantwoordelijk zijn voor het beloop eener som, welke minder is dan het volle beloop van het aandeel, minder dan de daarop uitgedrukte nominale waarde. Het verschil tussehen de nominale waarde en de som, waarvoor dan het aandeel wordt geplaatst, heet „disagio''. Practisch komt aandeeleu-emissie beneden pari wel voor, wanneer het bestuur een reconstructie om de aandeeleu a pari te brengen, ongewenscht acht.

Ad b en c. Een emissie a pari levert geen moeilijkheden op, wanneer de zaak goeden stand en goede vooruitzichten heeft.

Van belang is echter, na te gaan welke gevolgen verbonden zijn aan de keuze van emissie a pari of boven pari, dus met *agio* (= het verschil tussehen nominale waarde en verkoopwaarde van het aandeel), bij een onderneming wier aandeeleu hoogen koers hebben.

Tot goed verstand van het volgende, is noodig, eerst na te gaan, de oorzaken, welke den koers van aandeeleu kunnen doen stijgen.

Een onderneming, welke goed gaat, zal bij conservatief, goed beheer onmiddellijk reserves maken, afschrijvingen bewerkstelligen en niet alle winsten in dividenden verdeelen. Wan-

oogd, reeds geruimen tijd vóór de uiterste credietlimiet is bereikt, met emissie worden begonnen. Alsdan kan een kleine belemmering, of tijdelijke stagnatie, een koersval of daling van de conjunctuur, geen catastrophe brengen over de onderneming. Ook zal alsdan spoedig de koers, mocht ze zijn gedaald, zich herstellen en het crediet der Vennootschap geen nadeel hebben geleden, waardoor latere kapitaalsbehoefte moeilijk zou zijn te bevredigen.

Ook leeningen ter verkrijging van werkkapitaal moeten, zoodra ze een beduidende hoogte hebben bereikt, worden gefundeerd. Trouwens obligatie-rente is veelal lager dan rente van geldleeningen op korten termijn.

## II. *Emissie van Aandeelen in het Algemeen.*

Bij de emissie van de effecten der Naamlooze Vennootschap, waaronder het aandeel zulk een belangrijke plaats inneemt, is nog een kwestie, welke speciaal onze aandacht vraagt, en wel op welke wijze, bij verhooging van kapitaal door emissie van aandeelen, de uitgifte moet geschieden, wanneer met het oog op den bloeienden stand der onderneming de aandeelen niet slechts a pari, doch ook boven pari kunnen worden uitgegeven.

Systematisch gezien, kan dit punt hare behandeling ook vinden bij „het aandeel”, doch evengoed kan het m.i. hier worden geplaatst.

Practisch komt drieërlei aandeelen-emissie voor:

- a. beneden pari;
- b. a pari;
- c. boven pari.

Ad. a. Beneden pari. Hoewel emissie beneden pari voorkomt, gelijk reeds blijkt uit de boekhoudkundige rekening



„à ceux qui montent une entreprise manufacturière ou commerciale”.

Uit het geschrevene blijkt voldoende, dat de bezwaren van Schmalenbach door ons niet in zóó sterke mate worden gedeeld, dat we de groote banken, als emissie-orgaan zouden willen afkeuren.

De groote voordeelen verbonden aan de hulp eener bank zijn niet gering te achten. Wel moet nauwkeurig worden toegezien en door onderneming en door geldbelegger, welke bank hij zijn vertrouwen schenkt. Ter andere zijde moet de bank een nauwkeurig onderzoek instellen ten behoeve van hare eigen reputatie en het belang harer klanten, naar de succesmogelijkheden en kansen der emitteerende Vennootschap.

Nogmaals zij er hier op gewezen, dat een onderneming, om tot een emissie over te gaan, vooral niet moet wachten tot de uiterste grens van crediet bij de haar voorschot gevende personen of instellingen is bereikt. De geringste vertraging of hapering in de afwikkeling der zaken, zou de ernstigste gevolgen kunnen medebrengen. In het bijzonder geldt dit voor ondernemingen, welke door een tegenslag zouden gedwongen zijn op obligaties, welke ze had geplaatst, de betalingen te staken. Een bankroet, schoon veelal nog te vermijden, zou het gevolg kunnen zijn. Men heeft immers de uiterste credietgrens bereikt!

Ook al wordt het ernstigste vermeden, toch zal een knak in de credietwaardigheid het gevolg zijn, waardoor de emissie, wordt ze na de vertraging doorgezet, met veel minder kans op succes, althans met allicht veel minder hooge opbrengsten, zal kunnen geschieden.

Zooveel mogelijk moet dus, wanneer uitbreidingen zijn be-

van instellingen, die absoluut niet tot eere strekken van de bank; zonder voldoende onderzoek, zelfs *met* de wetenschap, dat er onvoldoende zekerheid was, zijn er ondernemingen gefinancierd en door banken bij het publiek aanbevolen, terwijl niet het belang harer cliëntèle de doorslag gaf, terwijl niet werd gevraagd naar de werkelijke deugdelijkheid der onderneming, doch de soliditeit der belegging werd afgemeten naar het commissieloon, dat de bank voor het plaatsen van de aandelen kreeg, of wel de winsten in anderen vorm hieruit te trekken.

Voor banken en industriele ondernemingen geeft hij een leefregel welke alle aandacht en der navolging waardig is, en waarop niet genoeg kan worden gewezen.

„Seriöse Banken haben die Pflicht (und werden dieser immer „nachkommen) den Verbindungen mit Industrien aus dem „Wege zu gehen, deren Entwicklungsfähigkeit oder augenblick- „licher Zustand einen Bankgewinn ausschliesslich auf Kosten „des Kapitalbeitragenden Publikums — ohne jegliche Gewinnst- „chance für dieses ermöglichen.

„Umgekehrt sollten Industrielle Verbindungen mit Kapital- „quellen vermeiden, denen der durch Begutachtung klargelegte „industrielle Zustand nebensächlich ist, weil sie ausschliesslich „auf die Ausbeutung der Kapitalsuchenden Industriellen aus- „gehen”.

Ten slotte nog een citaat in de derde der moderne talen. Claudio Jannet<sup>1)</sup>

„l'Intermédiaire des banquiers, des financiers est indispen- „sable dans certaines circonstances pour fournir des capitaux

---

<sup>1)</sup> t. ap p. pag. 156 Hfdst. V: Les sociétés anonymes par actions.



gevoerd en dus de gelden trager binnenkomen, terwijl ook de kleine bank niet door groote voorschotten de behoefte kan dekken (ook kan dit niet de juiste „Voorraad liquide middelen” zijn, welke Schmalenbach bedoelt), om onder zulke omstandigheden ruimschoots liquide middelen steeds in handen te hebben, ten einde bij ongewenschte koersdaling tot stijving der koers aandeelen aan te koopen.

Geheel anders is de redeneering van Herzog, die zelfs komt tot de klacht, dat het groote publiek nog steeds niet *die* achting, *dát* vertrouwen heeft in deze instellingen (de groote banken), welke ze verdienen.

Hiervoor zijn vooral twee redenen:

I. Voor het onoordeelkundig gedeelte van het kapitaalbezittend publiek zijn de banken, die waarlijk hunne zaken zoo gewetensvol mogelijk voeren, die dus nauwkeurige *Begutachtungen* wenschen, alvorens tot een transactie te besluiten, te langzaam, te voorzichtig. Zoolang kan men niet wachten met het beleggen van zijn geld, of liever gezegd, want daarin ligt de diepste grond, met het nu eindelijk eens maken van de buitengewoon hooge winst, die men zich droomt; de banken zijn te voorzichtig, te solide, en dan is er geen kans op zoo iets extra's, als men wenscht. Uit het oog wordt hier verloren en 't is het optreden van de, door V. Petrazycski geschilderde optimistische tendenz, dat ondernemingen met abnormal hoog winsten niet steeds al te degelijk en zeker zijn, doch dikwijls ook weten uit te munten door abnormaliteit, wat de verlieshoogte betreft.

II. Anderzijds is wantrouwen geboren uit de droevige ervaringen, bij sommige bankinstellingen opgedaan, die maar hebben opgericht, en aan het publiek gebracht de papieren

in het krijt zal treden, doch op eigen voordeel eveneens bedacht zal zijn. Hiertegen echter mag geen bedenking opgaan; weet de bank hieruit winsten te behalen, wel aan! En zou er werkelijk vrees, gegronde vrees bestaan voor uitbuiting, dan kunnen door de leiding hiertegen maatregelen worden genomen (circulaire aan degenen, die de bank begunstigen; inkoop van aandelen).

Ad. III. Dit wordt erkend door Schmalenbach, evenals het feit dat een langzame emissie door een kleine bank dikwijls ongewenschte koersdaling tengevolge zal hebben.

Hij meent echter dat de schadelijke gevolgen voldoende kunnen worden bestreden door:

a. Onmiddellijk reserves te maken.

b. Te zorgen voor ruimschoots liquide middelen.

Ad. a. Wat het eerste punt betreft, moeten niet uit het oog verloren, de bezwaren aan een conservatief beheer verbonden; wordt dit ver doorgevoerd, dan zal het gevolg zijn, dat de aandeelhouders gedurende langen tijd van dividenden verstoken kunnen blijven of slechts geringe uitkeeringen ontvangen, hoewel inderdaad door de onderneming uitnemende winsten zijn gemaakt. Hierdoor, door het niet of weinig uitkeeren van dividend, kan het crediet der onderneming lijden en een emissie voor uitbreidingen, misschien straks noodzakelijk, in hare kans van slagen belemmerd worden.

Gevolg kan ook zijn, dat, bedoeld of niet, bij het bestaan van meerdere categorieën aandeelhouders, de een ten koste van de ander wordt bevoordeeld.

Ad. b. Eenigszins ongerijmd, althans uiterst moeilijk schijnt het ons, om, waar kapitaalbehoefte dringt tot de emissie, tevens door een kleine bank de emissie langzamer wordt uit-



Zijne conclusie is, dat bij gebruik-making van de hulp van een bank voor emissie-doeleinden:

„man als Emissionsbank eine kleinere Bank (musz) vorziehen, die die Aktien auf dem Börsenwege langsamer unterbringt.”

Tegen deze bezwaren, ingebracht tegen het aanvaarden van de hulp eener groote bank voor emissie-doeleinden, geldt, naast hetgeen door Mead is opgesomd, als voordeel, nog het volgende:

I. Het *emissie-crediet* eener kleine bank is allicht geringer dan van eene groote bankinstelling.

II. Groote nadeelen zijn verbonden aan het gemis van *filiaalsysteem* bij kleine banken, of het veel minder uitgebreid aanwezig zijn hiervan; de daardoor gewekte vertraging in het plaatsen der stukken veroorzaakt onvermijdelijk, daar een kleine bank tot het doen van groote voorschotten niet in staat is, een veel later ontvangen der gelden, door de Vennootschap, — zoo niet *te laat*.

III. Bij daling van de koers zal een groote bank, met uitgebreide kapitalen, daar dit zijn crediet bij de afnemers zoude schaden, tot *stijving van den koers* maatregelen beramen en uitvoeren.<sup>1)</sup>

IV. Niet slechts nadeel is verbonden aan het feit, dat de bank vele aandeelhouders kan vertegenwoordigen. Groot sociaal voordeel is er gelegen in het feit, dat de *belangen der kleine aandeelhouders*, welke anders niet ter algemeene vergadering zouden verschijnen, nu althans een *vertegenwoordiger en verdediger hebben*.

Ongetwijfeld is het waar, dat niet alleen voor hen de bank

---

<sup>1)</sup> Inkoop van aandelen; dividend-garantie.

In enkele gevallen zal het bij beperkt aandeelhouders-aantal mogelijk zijn zonder een der in den noot genoemde maatregelen de emissie a pari te doen slagen, terwijl de oude aandeelen beneden pari staan. Dit is slechts mogelijk, wanneer de aandeelhouders, daar ze opleving der zaak verwachten van de kapitaalsuitbreidingen genegen zijn boven beurskoers te koopen.

*h. Door conversie van gelimiteerd preferente aandeelen in gewone.*

Dit geschiedt wanneer de dividenden op de gewone zijn gestegen boven die op de preferente. Een dergelijke bepaling wordt in het emissie-plan der preferente aandeelen opgenomen, om ze aantrekkelijker te maken.

Dit is echter onaangenaam voor de gewone aandeelhouders. In de slechte jaren staan ze bij de preferente ten achter; gaat het goed, dan moeten ze weer een deel afstaan aan de alsdan natuurlijk geconverteerde preferente.

*i. Door conversie van obligaties in gewone aandeelen.*

Dit is voorgekomen voor *debentures* zonder bepaalde zekerheid. Wanneer na het verstrijken van een bepaalden termijn of vóór een zekeren datum de obligatiehouder zou willen inwisselen tegen een aandeel, dan mag dat, volgens een bepaalde verhouding.

Hiervoor geldt hetzelfde, als bij conversie sub *h* is gezegd.

*II. Het preferente Aandeel, Vorzugs-, Prioritäts-Aktie, preferent share.*

Deze hebben allen gemeen, dat ze *niet geheel zuiver* de verschillende aandeels-hoedanigheden en -rechten bevatten, doch meer of minder sterk op Obligaties gelijken.

*a. Gelimiteerd preferent aandeel:* Dit is een aandeel, 't welk



vorm van *gratis aandeele*n. Dan moet de onderneming haar kapitaal verhoogen en in plaats, van eerst nu de dividenden uit te betalen en daarna de emissie tot kapitaalsvermeerdering te bewerkstelligen, geeft men de waarde van het dividend in aandeelen uit en behoudt aldus het kapitaal uit de dividenden als werkkapitaal.

g. Bij *kapitaalsverhooging*, door uitgifte van gewone aandeelen:

A. A pari of boven pari is onmiddellijk mogelijk, wanneer de oude aandeelen een goeden koers hebben, liefst boven pari, en de toekomst der onderneming gunstig is — zoo althans de markt willig is voor aandeelen.

B. Staan de eigen oude aandeelen beneden pari, dan moet, ten einde een emissie van gewone aandeelen te doen slagen, eerst de koers opgevoerd, tot liefst boven pari.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> Middelen om de koers te doen stijgen en aldus de emissie van nieuwe aandeelen mogelijk te maken:

1. Inkoop van eigen aandeelen, tegen de bestaande lage koers, en gevolgd door vernietiging.

2. Afstempeling van een bepaald bedrag op de aandeelen; dus kapitaalsreductie op elk aandeel.

3. Intrekking van een gedeelte der aandeelen; b.v. doen vervallen-verklaren 2 van elke 5 aandeelen, door een aandeelhouder bezeten.

4. Soms komt het voor, dat sommige aandeelhouders een aantal aandeelen gratis ter vernietiging aanbieden. Dit geschiedt dan gewoonlijk door inferentes, die vreezen, voor een aanklacht van de zijde der Vennootschap.

5. Den aandeelhouders wordt aangeboden een som gelds op hunne aandeelen bij te storten. Hierdoor wordt het actief vermeerderd, terwijl het passief wordt onveranderd gelaten. Gemeenlijk worden dergelijke aandeelen, waarop is nagestort preferent; soms wordt een bewijs van deelgerechtigdheid gegeven; dikwijls èn preferente èn een zoodanig bewijs toegekend.

Deze nastorting kan imperatief of facultatief worden gesteld door het bestuur. Eigenlijk imperatief is onwettig, doch practisch is het toch dwang.

*Verskillende ontstaanswijzen* zijn er voor deze aandeeleu:

a. Bij de oprichting der Naamlooze Vennootschap wordt het publiek uitgenoodigd aandeeleu te nemen. Het geld hiervoor verkregen, is dan het vermogen van de Vennootschap, terwijl de aandeelhouders door hun lidmaatschap, geïncorporeerd in het aandeelpapier, de verschillende rechten ontvangen.

b. In den regel ontvangen de *oprichters* voor den inbreng van een zaak, bepaalde voorwerpen, fabrieken of werktuigen, een geheele onderneming zelfs, patenten, uitvindingen, hunne vergoeding in aandeeleu.<sup>1)</sup>

c. Den *promotor* wordt veelal een zekere hoeveelheid aandeeleu voor zijne bemoeiïngen geschonken. Ook de emitteerende *bankier* wordt soms aldus beloond.

d. Als *bonus bij een obligatie-leening* worden wel gewone aandeeleu uitgegeven; elk, die dan eene of meerdere obligaties neemt, ontvangt dan een aandeel gratis.<sup>2)</sup>

e. Ook komt voor, dat, wanneer de onderneming nauwkeurig en beleidvol is gefundeerd op goeden financieelen basis, door uitgifte van aandeeleu en obligatiën, een groot aantal gewone aandeeleu worden gedrukt, welke alsdan *gratis* worden verdeeld. Deze aandeeleu zijn feitelijk niets anders dan tot papier gemaakt en in aandeeleu belichaamd optimisme. De eerste aandeeleu, die werkelijk kapitaalsdeel *bezitten*, worden dan preferent.

f. Ook is niet ongewoon, *dividend* uit te keeren in den

---

<sup>1)</sup> Niet steeds echter wordt de zakelijke inbreng door louter aandeeleu vergoed; ook komt het voor, dat gedeeltelijke betaling in *aandeeleu*, doch de rest in een *geldsom* wordt gekweten.

Ook worden *winstbewijzen* toegekend.

<sup>2)</sup> Dergelijke aandeeleu geven volledige rechten, doch zijn, door den financieelen toestand der onderneming gemeenlijk zeer weinig productief.



Geen verplichting tot bij- of nastorting op een volgestort aandeel. Geen verdere risico dan tot het nominale bedrag van het aandeel.

II. Door de *verbinding met de beurs*, is men in staat zijn aandeel steeds van de hand te doen.<sup>1)</sup>

III. De groote mate van *publiciteit*. Door deze publiciteit vertrouwt de enkeling, vooral de kleine aandeelhouder, dat er voldoende toezicht kan en zal worden gehouden door de groot-aandeelhouders, de beurs, de vakpers; de algemeene pers tenslotte ook.

IV. Het *nominaal bedrag* der aandeelen is *gering*. Men kan zeer spoedig een aandeeltje nemen, zonder zich bij verlies te ruïneeren.<sup>2)</sup>

V. Door het wisselend dividend zijn *groote winstmogelijkheden geopend*, welke de obligatie niet biedt. De optimistische kijk doet allicht, evenals bij een lot uit de loterij, van *zijn aandeel* het beste verwachten.

### C. Soorten Aandeelen.

I. *Het gewone Aandeel, stam-aandeel*, Stammaktie, common- of ordinary share.

Hieronder verstaan we dat effect van de Naamlooze Vennootschap, op hetwelk het onder A geschrevene, volkomen zonder beperking van toepassing is, terwijl den bezitters tevens de rechten der aandeelhouders, genoemd onder Naamlooze Vennootschap, toekomen; degenen dus, die deelhebberschap, lidmaatschap bezitten, door hun aandeel in het kapitaal der onderneming.

<sup>1)</sup> Ook hieromtrent verwijzen we naar het reeds geschrevene.

<sup>2)</sup> Geheel anders staat dit bij het verwerven van b.v. een Kux, het deelnemen als Commanditaire Vennoot; gemeenlijk zijn hiervoor grootere bedragen vereischt.

Ook wordt op het aandeel zelve wel de betaling aangeteekend. Bij nog eenvoudiger omstandigheden, worden geen aandeelbewijzen uitgegeven, en geschiedt de betaling na legitimatie door den rechthebbende.<sup>1)</sup>

### B. *Economische functie.*

Hiervoor verwijzen we naar hetgeen is vermeld bij de *Effecten in het Algemeen* en, de *Naamlooze Vennootschap*. Het aandeel toch is een der meest belangrijke effecten, en voor de Naaml. Vennootschap het papier bij uitnemendheid, hetwelk deze ondernemingsvorm tot haar recht doet komen.

Speciale bekoring heeft het aandeel voor het publiek.

De redenen hiervoor zijn gelegen in zijn bijzondere positie:

#### I. *De beperkte aansprakelijkheid der aandeelhouders.*

<sup>1)</sup> Verschil in methode bestaat in de berekening van het dividend van niet-volgestorte aandelen, wanneer tevens volgestorte aanwezig zijn.

Voorbeeld: Aanwezig zijn:

a. Volgestorte aandelen à f 1000.—.

b. Voor 25 % volgestorte aandelen à f 1000.—.

Op de volgestorte aandelen wordt betaald 10 % dividend.

#### I. *Dividend naar gelang van het gestorte bedrag.*

Dus van de volgestorte aandelen f 100.— dividend.

van de 25 % volgestorte aandelen f 25.— dividend.

II. Uitgaande van de redeneering, dat de aandeelhouder verantwoordelijk is en risico loopt voor het geheele bedrag van f 1000.—, het nominale bedrag, en dat hem voor het *niet*-gestorte bedrag mag worden afgehouden de rente volgens den rentevoet van geleend geld, dan wordt de berekening aldus:

van de volgestorte aandelen f 100.—

dividend van 25 % volgestorte aandelen f 100.— voor de risico

verminderd met 6 % van f 750.— = f 45.— v. niet gestort

Uit te keeren dividend f 55.—

Dit geeft dus een belangrijk verschil.

*Theoretisch* is ongetwijfeld de tweede methode zuiverder, daar daarin alle wezenlijke elementen tot uiting komen.

In de *praktijk* echter wordt veelal de eerste methode gevolgd.



doch moet op naam zijn gesteld. Echter ook volgestorte aandee-  
len kunnen „op naam” zijn.

Zijn de aandeelelen op naam, dan moet van de aandeelhouders een lijst worden aangelegd en bijgehouden; het *aandeelhoudersregister*.<sup>1)</sup>

Wanneer wij over aandeelhouders spreken is dit veelal in de beteekenis sub 3e genoemd.

Tegenover aandeel staat obligatie, een eveneens zeer belangrijk papier der Nl. Vennootschap.

Practisch verschillen ze vooral t. a. v. stemrecht en de pro-  
fijten, die er van worden getrokken.

Het *aandeel* geeft hoezeer ook, naar we boven zagen, de klein-aandeelhouder practisch vrijwel louter geldschieter moge zijn, *lidmaatschapsrecht*, *ondernemers- functie*; de *obligatie*, echter de *positie van crediteur*.

Dit karakter van het aandeel komt uit in de belooning, welke wordt gegeven voor de deelneming aan de Vennootschap.

Het aandeel ontvangt wisselend dividend. Geen vaste rente wordt uitgekeerd, doch met het al dan niet, het meer of minder gemaakt zijn van winsten, komen deze al dan niet, hooger of lager in dividenden tot uiting.<sup>2)</sup> Dit is het ondernemers-element, 't welk, door het aandeel, de bezitter heeft.

Om dit dividend uit te betalen zijn gewoonlijk *dividendbewijzen* aan het aandeel gevoegd.<sup>3)</sup>

<sup>1)</sup> Zie Hagers t. a. p. dl. III pag. 160.

<sup>2)</sup> Art. 49 van het Wetboek van Koophandel bepaalt:

„Bij de akte mogen geen vaste renten worden bedongen. De uitdeelingen geschieden uit de inkomsten, na aftrek van alle uitgaven. Er kan echter worden overeengekomen, dat die uitdeelingen niet meer dan zekere hoeveelheid zullen bedragen”.

<sup>3)</sup> Sinds de 17e eeuw zijn de aandeelelen der Nederl. O. I. Cie. van dividendbewijzen voorzien.

Het woord aandeel heeft verschillende beteekenissen:

1e. Wanneer we zeggen, dat het vermogen eener Vennootschap is verdeeld in 10000 aandeele, beteekent aandeel niets meer en niets minder dan kapitaalsdeel, en wel het 1/10000 van het vennootschapsvermogen. Alsdan is aandeel het eenheidsdeel van een bepaald kapitaal; de geringste som, welke men moet beschikbaar stellen aan een bepaalde onderneming, om daardoor het deelhebberschap te verwerven.<sup>1)</sup>

2e. Verder wordt aandeel gebruikt voor het deelhebberschap aan de Nl. Vennootschap, het *lidmaatschap* zelve; het complex van rechten en verplichtingen, die gevolg zijn van het deelnemen met een bepaalde som gelds aan het kapitaal.<sup>2)</sup>

3e. Ten slotte wordt aandeel genoemd de *oorkonde*, het lidmaatschapspapier, dat bewijst de deelname aan het kapitaal, en daardoor dus ook het daaruit voortvloeiend lidmaatschap, òf van een bepaald persoon, wanneer het op naam is gesteld, òf van den houder, indien het aan toonder luidt, in blanco is, volgens de algemeene regelen hiervoor geldend.<sup>3)</sup>

Ad 3e. Niet steeds wordt voor *elk* aandeel een oorkonde gegeven; het komt ook voor dat voor meerdere aandeele slechts één bewijs wordt uitgegeven.

Een niet volgestort aandeel mag niet aan toonder luiden,

<sup>1)</sup> Nu is het mogelijk, dat de aandeele niet even groot zijn, maar gewoonlijk is dit wel het geval. Ook dan echter, wanneer aandeele met verschillende nominale waarde zijn uitgegeven (b.v. van f 1000.— en van f 500.—) blijft ook dat gedeelte van het kapitaal, hetwelk voor het minst noodig is, om deelhebberschap te verwerven, i. c. f 500.—, een aandeel.

<sup>2)</sup> We laten hier voorloopig zaaks-inbreng en gratis aandeele e. d. buiten beschouwing.

<sup>3)</sup> Vgl. Molengraaff, v. Schelven, De Kat.



„pagnie hat. Worauf denn die Obligation ihren Namen verliert und Actie genennet wird”.

Hier zien we in Obligation nog zeer duidelijk de oorspronkelijke, letterlijke beteekenis van *binden*; 't is dus te vertalen als het *verband*, dat ligt op de *Capitaliën* enz. Hier dus een verband op Capitaliën te vergelijken met een hypothecair verband op onroerende goederen. Aldus beschouwd, als letterlijk „verband” valt weg de schijnbare verwarring tusschen aandeel en obligatie.

Merkwaardig blijft, dat de *verkoop* van de „Obligation auf Capitaliën” actie wordt genoemd, en dat de benaming dier transactie, de verkoop, als „actie”, overgaat op de „Obligation auf Capitaliën”, dus op het recht, en dan op de oorkonde.

Ons Wetboek van Koophandel zegt in Art. 40:

„Het kapitaal der Vennootschap wordt verdeeld in actiën, of aandeelen op naam of in blanco.

„De Vennooten of houders dier actiën of aandeelen zijn niet verder aansprakelijk dan voor het volle beloop derzelve”.

Claudio Jannet<sup>1)</sup>:

„Les ations sont des titres de propriété sociale d'un type uniforme et transférable par une simple mention sur les livres, ou par tradition, selon que les titres sont nominatifs, ou au porteur”.

Schulze-Gaevernitz:<sup>2)</sup>

„Aktien sind Effekten, welche — teils auf Namen als Orderpapiere, teils auf den Inhaber gestellt — Mitgliedsrechte einer Aktiengesellschaft einschliesslich des Anspruchs auf Ertragsbeteiligung verbrieften”.

<sup>1)</sup> t. a. p. pag. 155 § II.

<sup>2)</sup> t. a. p. pag. 109.

De *ethymologische zin* blijkt uit de vroegere en latere benamingen ten onzent en in het buitenland.

Vroeger werd in ons land gesproken van „*paert*” of „*partije*” terwijl daarnaast reeds spoedig de uitdrukking „*aktie*” in zwang komt.<sup>1)</sup>

De uitdrukking „*actie*” is reeds gebruikelijk geworden voor aandeelen in de nieuwe soort ondernemingen voor den handel, nl. de Compagniën van Verre, de Vóór-Compagniën.

In *Frankrijk* werd tot ongeveer 1660 *part* en *portion* gebruikt, terwijl later daarvoor *action* in de plaats treedt.

Ook Duitschland heeft eene andere terminologie aangenomen. Werd daar eerst gesproken van *Portion* en *Anteil*, nu is dit geheel vervangen door *Aktie*, terwijl „*Anteil*” de beteekenis heeft van deelhebberschap in een „*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*” en tevens de Oorkonde aanduidt over dit deelhebben.

Slechts *Engeland* heeft de oude uitdrukking behouden; èn vroeger èn nu wordt gesproken van *share*. Dit is ook de benaming in *Amerika*.

Verder verwijzen we naar het vorig hoofdstuk, naar de verschillende papieren uitgegeven door ondernemingen op aandeelen.

Eigenaardig is de definitie van actie, aandeel, gelijk ze wordt gevonden bij P. J. Marperger<sup>2)</sup>:

„Actie, actiën ist in Holland, wie auch in Engelland und „Dänemark, der Verkauf der Obligation auf diejenigen Capitalien, die jemand in der Ost- und West-Indischen Com-

<sup>1)</sup> Vgl. Molengraaf t. a. p. pag. 177 en Commelint t. a. p.

<sup>2)</sup> In het „*Neueröffnetes Kaufmannsmagasin*”, 2 dln. 4e uitg. Hamburg, 1765, dl. II pag. 14, welke door Strieder, t. a. p. pag. 112 wordt medegedeeld.



## HOOFDSTUK III.

---

### Effecten der Naamlooze Vennootschap.

#### § 1. Inleiding.

In dit hoofdstuk zullen achtereenvolgens behandeling vinden de verschillende papieren, welke door Naamlooze Vennootschappen worden uitgegeven. Het *aandeel* neemt hieronder wel de voornaamste plaats in, doch ook hierin zijn weer verschillen, welke elk bijzondere aandacht vorderen. Van de papieren, over wier karakter als effect strijd kan bestaan, en zelfs van die, welke zeker geen effect mogen worden genoemd, zal toch ook een behandeling niet achterwege mogen blijven, met het oog op de gewenschte volledigheid. Naast het aandeel speelt de *obligatie* een belangrijke rol, in vele variëteiten. Tusschen deze beiden in staan verschillende papieren, welke zoowel aandeels- als obligatie-kwaliteiten bezitten. Bij elk hunner zal hierop de aandacht worden gevestigd.

---

#### § 2. Het aandeel.

##### A. Begrip en namen.

Het woord aandeel heeft meer dan ééne beteekenis. We moeten ons dus juist rekenschap geven, van de beduidenis, waarin wij het woord gebruiken.

II. *Aanbod der obligaties à disconto, beneden pari.*

III. *Het geven van een bonus in aandeelen.*

IV. *Het geven van een winstbewijs.*

Ad I. Het nadeel hiervan is een ongunstige belasting van de onderneming, vooral ook met het oog op de zekerheid welke ze kan aanbieden.

Ad II. Dit is in wezen vrijwel hetzelfde als het geven van hooger interest. Verhoudingsgewijs wordt de last even groot, daar ze minder kapitaal ontvangt, of, om hetzelfde kapitaal te verkrijgen, meer obligaties moet plaatsen. Zelfs is dit nog nadeeliger, daar, terwijl feitelijk dezelfde rente-last als sub I drukt, bij het afloopen der obligatie-leening, als de hoofdsom moet worden afgelost, toch de nominale waarde moet worden betaald.

Toch komt het plaatsen a disconto meer voor, dan een geven van hooger rente, daar geldbeleggers gemeenlijk argwanend staan tegenover ongewoon hooge rente.

Ad III. Als dan wordt de crediteur, door het aandeel tevens deelgenoot. De obligaties worden dan a pari uitgegeven, terwijl bij elk bepaald aantal obligaties gratis een aandeel wordt gegeven.

Hierbij ontvangt de onderneming meer dan bij emissie a disconto, terwijl de obligatie-houder kan deelen in de winst, 't welk hem verzoent met het feit, dat hij voor de obligatie feitelijk te veel heeft betaald.

Ad IV. Dit is te vergelijken met het geven van gratis aandelen.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> Zie ook bij *Winstbewijs*.



*Passief.*

Aandeelen kapitaal ..... f 1.250.000.—.

Winst te verdeelen ..... f 250.000.—.

Werd de winst niet verdeeld, dan zou er een werkelijk actief zijn (niet volgens de balans) van f 2.500.000.—, een passief van f 1.250.000.— nominaal aan aandeelen, zoodat de koers van 200% kan blijven gehandhaafd.

Door de verdeling der „winst” echter wordt de verhouding aldus:

Werkelijk actief:

f 2.250.000.—

Passief:

f 1.250.000.—

zoodat de koers daalt tot 180 %.

Hierdoor zou, althans gedeeltelijk, hetzelfde gevolg worden geboren als bij emissie a pari, terwijl men de voordeelen daaruit ontstaande, zou missen.

Dat deze agio-„winst”-verdeling hier breeder is uiteengezet is gevolg van het feit, dat dergelijke verdeelingen herhaaldelijk zijn voorgekomen, gedeeltelijk uit niet-juist inzicht, doch veelal, om met hooge dividenden te kunnen uitkomen.

### III. *Emissie van Obligaties.*

Speciaal worde nog gewezen op de emissie van obligaties door ondernemingen, welke zeer zeker goede zekerheid bieden en uitnemende vooruitzichten hebben, doch nog niet lang genoeg bestaan om te worden beschouwd als „gevestigde” zaken, welke goede winstoverzichten, constante interest- en dividend-betaling kunnen aanwijzen.

Dergelijke ondernemingen zullen, om hunne obligaties geplaatst te krijgen, *speciale lokmiddelen* moeten gebruiken.

Deze zijn:

I. *Hooger interest.*

(voor de duidelijkheid nemen we het geval dat een handelszaak is gekocht):<sup>1)</sup>

de handelszaak van f 100.000.— is gekocht voor f 50.000.— aandeelen, omdat hare nominale waarde f 50.000.— is; — ergo:

f 50.000.— winst, die in dividend kan worden verdeeld,

doch aldus:

de handelszaak van f 100.000.— is gekocht voor aandeelen met een handelswaarde van f 100.000.—, ergo:

noch werkelijke winst, noch ook verlies.

Met een eenvoudig voorbeeld zullen we dit toelichten en laten zien, wat het gevolg zoude zijn, wanneer deze schijn-winst werd verdeeld:

We nemen een onderneming met 10.000 aandeelen ad f 100.— nominaal, met een koers van 200%. Besloten wordt een handelszaak in zijn geheel te koopen. Bij taxatie wordt hare waarde vastgesteld op f 500.000.—. Nu worden hiervoor in betaling gegeven 2500 nieuwe aandeelen ad f 100.— nominaal, naar een koers van 200%. Ergo agio „winst” van f 500.000.— — f 250.000.— = f 250.000.—. Deze gaat men verdeelen; wat is nu het gevolg?

#### BALANS.

##### *Actief.*

Vorraden etc. .... f 2.000.000.—.

Gekochte Handelszaak f 500.000.—.

<sup>1)</sup> Opmerking: Uitgifte van aandeelen, ten einde hiervoor zaken te koopen, een geheele onderneming, bepaalde fabrieken, e.d. liet gequalificeerde kapitaalsverhooging.

<sup>2)</sup> Dit is de werkelijke waarde; op de balans zullen ze door de afschrijvingen e. d. voorkomen als f 1.000.000.—.



sie-syndicaat van een agio-premie bij den verkoop van een groot aantal aandelen is een zeer onzekere zaak, afhangend van de gesteldheid der aandelen-markt, welke „may change overnight” (M e a d.) <sup>1)</sup>

III. Verder vergelijkte men het onder de voordeelen der emissie a pari genoemde.

*Besteding van het agio.*

Natuurlijk mag een dergelijk voordeel, door emissie met agio verkregen, niet als winst worden verdeeld en als dividend uitgekeerd, daar het feitelijk geen „winst” is, doch slechts een zoogenaamde boekwinst, daar de actiefzijde der balans wordt verhoogd met meer, dan de passiefzijde, en er dus een voordeelig verschil in de balans tot uiting komt.

Toch is dit geen reële winst, daar de koers van 200%, waarvoor de aandelen zijn in betaling gegeven voor het te koopen object, of waarvoor de aandelen zijn geplaatst, werd te voorschijn geroepen door de werkelijke waarde, de handelswaarde van het papier. Men mag dus niet aldus redeneeren.

<sup>1)</sup> In 1903 heeft de *Pennsylvania Railroad Cy*, wier aandelen destijds een koers van 150 hadden, \$ 75.000.000.— aandelen tegen \$ 120.— per aandeel, nominaal \$ 100.— aangeboden.

Plotseling daalde de koers der aandelen tot zelfs 114½, zoodat de emissie niet zou kunnen doorgaan.

Deze is slechts gelukt, doordat een emissie-Syndicaat onder *Speyer & Cy* werd gevormd, dat garandeerde de overname tegen 120 % van alle aandelen, welke niet zouden worden genomen door de aandeelhouders. Daardoor ging de koers weer omhoog.

Hieraan ziet men, hoe riskant steeds blijft een emissie met agio, zelfs bij een zoo krachtige onderneming als de *Pennsylvania Railroad Cy*.

Had de emissie-koers moeten worden verlaagd, zoo zou het crediet der *Pennsylvania* een zware knak hebben gekregen.

verlies sluiten, dan kan men de reserve aanspreken, terwijl men hiervoor niet kan bezigen de f 500.000.— waarmede bij emissie a pari het grondkapitaal is verhoogd.

Ook dit is meer dan bij ons in Duitschland voor de Aktien-Gesellschaft van beteekenis.<sup>1)</sup>

*Nadeelen van Emissie boven pari.*

I. Het gevaar dat een ongewenschte groep personen door verwerving van aandelen, daar nu de kans veel grooter is, dat een belangrijk gedeelte der aandelen niet zal worden door de oude aandeelhouders, de leiding zal ontwringen aan de nu heerschende groep. Hierop is in den breede ingegaan bij de behandeling van de voordeelen van emissie a pari, waarheen we verwijzen.

II. Het garandeeren door den „underwriter” of een emis-

---

<sup>1)</sup> Voor de *Aktiengesellschaft* komt er nog een speciaal voordeel bij: Worden de nieuwe aandelen niet met geldstortingen voldaan, doch door het inbrengen van een zaak of goederen, dan moet ook na de taxatie, aldus berekend worden, dat bij een emissiekoers der aandelen van 200 %, slechts voor de helft der nominale waarde aan aandelen wordt gegeven in ruil voor de zakelijke inbreng.

Aan het inbrengen van voorwerpen, geheele ondernemingen zelfs, op deze wijze is nu dit groote voordeel verbonden:

De waarde van de *Aktiengesellschaft*, welke — om maar onmiddellijk dit voorbeeld te nemen — een onderneming koopt, stijgt met de geheele waarde van het gekochte, terwijl de passiefzijde harer balans bij een aandelenkoers van 200, slechts wordt vermeerderd met een nominaal bedrag, gelijk aan de helft der waarde van de nieuwe bezitting. Het groote voordeel, gelegen in de voldoening der aandelen, niet met geld, doch met goederen, hier de gekochte onderneming, is, dat nu het door het agio „verdiende”, niet aan de wettelijke reserve behoeft te worden toegevoegd, doch naar eigen idee kan worden besteed.

Veelvuldig worden de dan gemaakte winsten gebruikt tot vorming van speciale reserves, om zeer groote bedragen af te schrijven op de goederen.



Wordt nu met die f 3000.000.— kapitaal werkelijke waarde een winst gemaakt, dan zal de dividendenverhouding bij verdeling, al naar gelang het nominale kapitaal  $1\frac{1}{2}$  of wel 2 miljoen is, zich verhouden als 4 : 3.

Kan dus over de 2 miljoen 6 % worden uitgekeerd, dan zal dit over  $1\frac{1}{2}$  miljoen bij een volkomen gelijke winst 8 % bedragen. In waarheid wordt niets *méér* verdeeld, doch een verdeling van 8 % i. p. v. 6 % doet evenals de hoogere koers der aandelen, het aanzien der onderneming stijgen.

III. Worden de aandelen tegen marktprijs aangeboden, dan is de kans, dat bij gelijkblijvende productiviteit, of — naar men door de uitbreiding, waarvoor het kapitaal benodigd is, verwacht — stijgende rentabiliteit, een hooger dividend zal worden uitgekeerd dan te voren, daar er nog weinig nieuwe aandelen zijn bijgekomen in verhouding tot het geld, ervoor gekregen.

IV. Het hooge agio, verkregen door de emissie van 5000 aandelen ad 200 %, dus f 500.000.— zal gedeeltelijk kunnen worden gestort in een reserve kas.<sup>1)</sup> Daardoor zal van latere winsten niet zooveel daarin behoeven te worden gestort, zoodat dan hoogere dividenden kunnen worden uitgekeerd, of stille reserves gevormd.<sup>2)</sup>

V. Zou later een groote tegenslag komen en de balans met

---

talen bedragen f 3000.000.—, daar bij emissie met agio f 1500.00 nominaal ad koers van 200 aanwezig is, bij emissie a pari f 2000.000.— ad 150 %.

<sup>1)</sup> Art. 48 W. v. K.

<sup>2)</sup> Vooral voor Duitschland, waar de wet een minimum van 10 % van het kapitaal voor de wettelijke reserve voorschrijft, is dit van groot belang.

Bovendien is alsdan het wettelijk minimum van het reservefonds slechts drie vierde van het bedrag ingeval van emissie a pari, daar het 10 % van het nominale kapitaal moet zijn.

*B. Emissie boven pari, met agio of met premie.*

Wanneer de bedoeling is de aandelen aan het publiek te brengen, of wel, wanneer, ook zonder dat speciaal deze bedoeling voorzit, zeker is, dat een groot gedeelte der nieuwe aandelen door het publiek zullen worden genomen, zal gewoonlijk boven pari worden geëmitteerd, daar men dan de voordeelen, welke men zich zelf, i. e. den ouden aandeelhouders wel zou willen doen toekomen, aan buitenstaanders niet toeschikt.

*Voordeelen van emissie boven pari:*

Nemen we een Vennootschap met 10000 aandelen van f 100.— nominaal, welke staan op een koers van 200 %, terwijl er, waar er dus een nominaal kapitaal van f 1000.000.— is, doch de wezenlijke waarde uit de koers blijkt te zijn f 2000.000, nog f 1000.000.— kapitaal noodig is.

Kunnen nu de aandelen, in verband met de te verwachten toekomst van standhoudenden goeden gang van zaken, ook voor een koers van 200 % worden geëmitteerd, dan zal dus het benodigde kapitaal kunnen worden verkregen door emissie van 5000 aandelen ad f 100.— nominaal. Ook nu wordt bereikt het gevolg, dat een kapitaal van f 1000.000.— wordt geëind, echter met uitgifte van slechts 5000 aandelen.

*Voordeelige gevolgen hiervan zijn:*

I. De koers van de oude aandelen zal niet dalen, terwijl de koers der nieuwe aandelen, welker emissie-koers 200 is, eveneens gelijk zal blijven. Een koers van 200 % maakt beter indruk dan van 150 %.

II. Het nominale kapitaal wordt verhoogd tot slechts f 1500.000.—, terwijl bij emissie a pari het zou stijgen tot f 2000.000.—.<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Wel worde bedacht dat in beide gevallen de werkelijke kapi-



II. Voor een onderneming is gemeenlijk niet gewenscht, vooral ook met het oog op het crediet dat ze bezitten, wanneer de koers der aandeele daalt; door emissie van aandeele à pari, zou, gelijk we in bovengenoemd voorbeeld zagen, koersdaling intreden van 200 % op 150 %.

III. Bij emissie a pari wordt de onderneming meer bezwaard: alsdan toch zal ze om een bepaald kapitaal te verkrijgen, meer aandeele hebben uit te geven, dan bij emissie boven pari; over meerdere aandeele zal dan ook het dividend moeten worden verdeeld.

*Verklaring van emissie a pari:*

Emissie van aandeele a pari aan de aandeelhouders is feitelijk een methode van winstverdeeling. Da onderneming wordt immers, gelijk we zagen met grooter last bezwaard, dan wanneer met agio was uitgegeven. De dividenden, welke kunnen worden verdeeld voor het vervolg, zijn per aandeel lager, dan wanneer boven pari zou zijn geëmitteerd, of, wat hetzelfde practisch is, wanneer een minder groot aantal aandeele was geplaatst.

Aldus is de emissie à pari feitelijk een geanticipeerd verdeelen van de winsten, welke bij emissie boven pari, met agio dus, eerst in de volgende jaren tot uifkeering zouden zijn gekomen.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> Waar bij elke onderneming steeds het streven zal zijn zoo spoedig mogelijk de oude dividend-hoogte weder te bereiken, is bij ondernemingen welke diensten aan het publiek moeten bewijzen, als instellingen voor gas- of watervoorziening, eveneens electriciteit, tram- of spoorwegmaatschappijen, ondernemingen, welke veerdiensten vernichten, e. d., af te keuren een emissie a pari, daar, tengevolge van bovengenoemd streven, de afnemers of gebruikers zullen moeten betalen (gas-, electriciteitsprijs, tram-, spoorkaartje) ten behoeve van de aandeelhouders.

Zoo lang de gang van zaken goed is, doch nog niet zóó, dat een inwisseling tegen aandeeleu hem wenschelijk schijnt, is hij in het voordeel boven de aandeelhouders, daar zijn recht vóórgaat.

Wordt echter de toestand door grooteren bloei aldus, dat de aandeeleu zeer rijzen, dan zal hij van deze extra voordeelen gebruik kunnen maken, door zijn „*debtenture*” in te wisselen.

Deze „*convertible bonds*” staan dus buitengewoon dicht bij aandeeleu, daar ze in tegenstelling met de gewone obligaties met de koersschommelingen van de aandeeleu mede op en neer gaan. Bevoorbeeld boven de aandeeleu zijn ze weer t. o. v. koersdaling, daar ze, waar haar zekerheid grooter is, hare rente vóór de aandeelsdividenden wordt uitbetaald, niet beneden een bepaalde limiet zullen dalen, terwijl de aandeeleu veel verder kunnen zinken.

Naar boven zijn de stijgingen ongelimiteerd, als die der aandeeleu, totdat natuurlijk het punt komt, waarop de houder van zijn recht op conversie gebruik maakt. Geheel juist is het niet, dat ze in het stijgen met de aandeeleu gelijk staan, want iets beneden het aandeel zullen ze steeds blijven, daar toch iemand, die een convertible bond koopt, met het doel deze te converteeren, steeds beneden de aandeelkoers zal blijven, daar hij anders evengoed onmiddellijk een aandeel zou kunnen koopen. Evenals dus bij een „*claim*” is de waarde iets minder, daar, wie zulk een stuk koopt, dit doet om goedkoopert een aandeel te verkrijgen, dan door directe koop, m. a. w. om eenige winst door de transactie te behalen.

T. a. v. de koersschommelingen is dus de „*convertible bond*” tusschenvorm tusschen aandeel en obligatie.

Wat is nu de belangrijke *economische functie* van de „*convertible bond*”? Ze stelt eene onderneming, wier aandeeleu zóó



Verschillend kan de zekerheid van zulke obligaties zijn; ze kunnen zijn gedekt door eerste, tweede of volgende hypotheek.

In Amerika worden door de Spoorwegmaatschappijen obligaties uitgegeven met hypothecaire zekerheid op de hoofdlijnen, andere met zekerheid op de zijlijnen.

Verder worden nog uitgegeven „general lien bonds” met een algemeen hypothecair verband op alle lijnen, doch in rang volgend op de obligaties, met zekerheid op speciale lijnen.

Een *algemeen* hypotheek-verband wordt verder onderscheiden in *a.* algemeen hypothecair verband op alle tegenwoordige en toekomstige goederen;

*b.* eenzelfde verband doch alleen op de bestaande goederen.

III. *Cartrust bonds*, spoorweg-obligaties, verzekerd door het rollend materiaal.

IV. *Collateral trust bonds*, wier zekerheid bestaat in effecten van andere ondernemingen, gewoonlijk bij een trustee in bewaring gegeven.

V. *Debentures*, niet speciaal verzekerde, of gedekte obligaties<sup>1)</sup>.

VI. *Converteerbare Obligaties*, convertible bonds: dit is een bepaalde soort onder de „*debentures*”. Om deze obligaties, zonder speciale zekerheid, welke dus zijn uitgegeven op grond van de algemeene winstkansen en rentabiliteit der onderneming, aantrekkelijk te maken, wordt soms bepaald, dat ze binnen een bepaalden tijd, of na het verstrijken van zekeren termijn, mogen worden ingewisseld tegen aandelen.

't Voordeel voor den obligatie-houder springt in het oog.

---

<sup>1)</sup> Deze kunnen nog worden onderscheiden in:

*a.* niet-gegarandeerde.

*b.* met garantie van rente-betaling, door een derde gegeven.

toch in sommige gevallen wel voldoende zekerheid voor de rente-betaling zal bestaan, veelal gaat het op.

In tegenstelling met de „*Aktie*”, die het „*Gründungskapital*” dient, stelt hij de „*Obligation*” ten dienste van het „*Erweiterungskapital*” so weit das Unternehmen bereits einen sicheren Minimalgewinn abwirft.”

Ook Hecht<sup>1)</sup> noemt als terrein voor de obligatie: „*Meliorationen, Umbauten oder Neubauten, oder Vermögensauseinandersetzungen.*”

Van groote economische beteekenis is de obligatie voor Vennootschappen, welke voldoende zekerheid bieden aan obligatie-houders, doch geen aandeelen kunnen geplaatst krijgen.

#### D. Soorten Obligaties.

We zullen niet alle obligaties, welke onder verschillende namen in omloop zijn, gaan opsommen, doch de hoofdgroepen aanduiden, in afdalende reeks, naar de zekerheid welke ze bieden:

I. *Prioriteits-obligatiën*: Deze gaan in zekerheid boven elke andere door dezelfde onderneming uitgegeven obligatie, zelfs boven hypothecair verzekerde. Mocht reeds een hypotheek-obligatieleening zijn geplaatst, dan is toestemming van de betrokken obligatie-houders noodig.

II. *Hypotheek-obligatiën, mortgage bonds*, obligaties, welke door hypothecair verband op de onroerende goederen der Vennootschap, ten name van een trustee, zijn verzekerd. De trust-hypotheek, welke vele juridische moeilijkheden medebrengt, is in de practijk ingeburgerd. Hierop verder in te gaan, is hier niet ter plaatse.

---

<sup>1)</sup> t. a. p. pag 140.



de obligaties bedraagt, dan komt het meerdere geheel aan de aandeelhouders.

Zoo bij een kapitaalsbehoefte van b.v. f 10.000.000.— eene onderneming deze som wil leenen bij een groot-kapitalist, zoo zou dit practisch onmogelijk zijn. Wordt echter van velen, b.v. 10,000 personen, ieder f 1000.— geleend, dan is dit gemakkelijk. Dit wordt mogelijk gemaakt door de *Obligatie-leening*.

Voor den obligatie-houder geeft de obligatie een veel zekerder wijze van geldbelegging, dan aandeel of preferent aandeel. Hij is van het maken van winst niet afhankelijk; zijne bedoeling, van zijn geld een vaste rente te ontvangen, met zekerheid voor de hoofdsom, ziet hij hier verwezenlijkt.

Hierom is hij bereid afstand te doen van de meerdere winsten, welke mochten worden gemaakt, ten behoeve van de aandeelhouders.

Mocht de obligatie-leening krachtens het amortisatieplan afloopen, dan wil hij, is de belegging veilig, niets liever, dan ze verlengen; anders toch ziet hij zich genoodzaakt, een even goede en zekere belegging voor zijn geld te zoeken.

Van goed renderende ondernemingen zullen bovendien de obligaties, mocht geldbehoefte dit gewenscht maken, steeds te verzilveren zijn, gewoonlijk voor éénzelfden of hooger prijs, dan de houder er zelf voor heeft betaald.

Waartoe mogen nu de obligaties worden gebezigd?

Slechts voor zulke kapitaals-behoeften-bevrediging, waarbij zekerheid van rente-betaling bestaat.

Schulze-Gävernitz schrijft <sup>1)</sup>:

„Erste Kapitalbeschaffung auf dem Wege der Obligation ist allemal schwindelhaft.” Nu moge dit tè streng zijn, daar

---

<sup>1)</sup> t. a. p. pag. 108.

moet de hoofdsom teruggestort aan den obligatie-houder, en tót dien tijd heeft hij recht op het bepaalde rente-bedrag. Alvorens eenige uitkeering in dividend kan geschieden, moeten de obligatie-houders bevredigd zijn.

Verschillend kan de zekerheid voor de obligatie-houders zijn, doch hierover wordt in het volgende hoofdstuk gehandeld.<sup>1)</sup>

### C. *Economische functie.*

In tegenstelling met het aandeel, is de obligatie, schoon aan de beurs ingevoerd, geen object van speculatie in *die* mate als het aandeel. Dit is het natuurlijk gevolg van het feit, dat vaste rente verschuldigd is en geen koersschommelingen in groote mate zullen voorkomen. Ook het ontbreken van stemrecht voor den obligatiehouder werkt hieraan mede. Hierdoor toch is de obligatie geen papier, door middel van welks bezit men de onderneming kan beheerschen.<sup>2)</sup>

*Speciale* beteekenis van de obligatie voor de onderneming is, dat door haar de gelegenheid wordt geopend om zich kapitaal te verschaffen voor uitbreidingen tegen een bepaalde rente. Onmiddellijk is dus bekend de schuldenlast, die op de onderneming komt te rusten. Geen nieuwe macht treedt in de Venootschap, daar de obligatie-houder geen lid is.

Mag een hoogere winst worden verwacht, dan de rente op

---

<sup>1)</sup> Ter betaling van de rente, op de obligaties verschuldigd, is gewoonlijk aan den mantel van de obligatie gehecht een blad *coupons*; tevens bevindt zich hieraan een „talon”, om een blad nieuwe coupons te verkrijgen.

Wordt op een coupon slechts een gedeelte der rente uitbetaald, dan vervalt ze en kan men voor de onbetaalde rente een bewijs van uitgestelde interest „scrip”, ontvangen.

<sup>2)</sup> Voor de economische beteekenis van de obligatie leze men het dienaangaande vermelde onder § 3 Hoofdstuk I en § 4 Hoofdstuk II.



Hierdoor wordt slechts aangegeven het effecten-karakter van de obligatie, en dat het een schuld-vordering is.

Schulze-Gävernitz <sup>1)</sup>: Obligationen, im engeren Sinne, d. h. festverzinsliche Schuldverschreibungen privater Unternehmungen, vor allem der Industrie und des Verkehrs."

Mead <sup>2)</sup>: „The corporation bond is a promisory note. It differs from a bank loan only in the fact, that it matures in twenty, fifty, or one hundred years, instead of in three months".

Waar wij ons beperken tot de door Nl. Vennootschappen uitgegeven obligaties, meenen we deze te kunnen omschrijven, als:

*„Een aan toonder luidende (of op naam, of aan order gestelde) schuldbekentenis, over, door de Naamlooze Vennootschap ontvangen geld, waarvan een groot aantal gelijke stukken in omloop is en welke recht geeft op periodieke vruchten".*

In tegenstelling met het aandeel heeft de houder van zulk eene obligatie geen recht op dividend, afhankelijk van het maken van winst, doch, behoudens enkele uitzonderingen, een recht op *vaste rente*, ongeacht de gang van zaken voor de onderneming.

Anderzijds verleent ook de obligatie geen lidmaatschaps-rechten, doch bezit de houder de positie van crediteur uit eene overeenkomst van *geldleening*.

Voor elke obligatie-leening is eisch een amortisatie-plan. Na uitloting of verplichting tot aflossing uit anderen hoofde,

---

<sup>1)</sup> t. a. p. pag. 107.

<sup>2)</sup> t. a. p. pag. 81 sqq.

In 1917: Aand. f 211.830.270.—, Obligaties f 254.692.773.—, totaal f 466.523.043.—.

In 1918: Aand. f 242.061.584.—, Obligaties f 393.148.842.—, totaal f 635.210.426.—.

In 1919 is aan aandeelen en obligaties geëmitteerd f 1.182.106.270.50.

In 1920 is een algemeen totaal bereikt van f 744.537.295.—.

Nu moet bij de Obligaties er steeds rekening mede worden gehouden, dat deze vooral ook afkomstig zijn van Staats-, Prov.- en gemeentelijke leeningen.

Doch ook voor de Ondernemingen, de Naamlooze Vennootschappen is de Obligatie van groote beteekenis.

#### B. Begrip en Namen:

De letterlijke beteekenis van het woord Obligatie — obligatio (ontstaan uit ob-ligare) is *verbintenis*. Dit is dus een uitdrukking, evenzoo in Duitschland „*Obligation*” en Frankrijk „*obligation*”, welke ons niet verder brengt.

Door Melon, wordt <sup>1)</sup> de obligatie *Annuité* genoemd.

De Engelsche en Amerikaansche term is „*bond*”.

Uit den naam *Annuité* zou zijn af te leiden de verplichting tot amortisatie, welke de obligatie medebrengt.

Wat moet nu onder een obligatie, een schuldbrief worden verstaan?

Claudio Jannet, omschrijft: <sup>2)</sup>

„Les obligations sont des titres de créance d'un type uniforme et transférables par une simple mention sur les livres, ou par tradion, selon que les titres sont nominatifs ou au porteur.”

<sup>1)</sup> In de *Essais politiques sur le Commerce* 1734.

<sup>2)</sup> t. a. p. pag 155 § II.



#### § 4. De Obligatie.

##### A. *Geschiedenis.*

Reeds zeer vroeg is de obligatie gebruikt om geld te verkrijgen voor groote leeningen ten behoeve van den staat. Reeds bij de oprichting of de verandering van de Bank van St. George te Genua treffen we ze aan.

Vele groote leeningen waren noodig om de geldbehoefte van Kerk en Staat te vervullen. Hiervoor sloten zich kooplieden, soms internationaal aaneen, om deze leeningen te doen slagen.

Strieder verhaalt er verder van, dat de gewoonte om tegen vaste rente geld te leenen van vreemden tegen uitgifte van Obligaties eerst groote verwondering baarde. Hierover is reeds boven geschreven.<sup>1)</sup>

Steeds meer is de obligatie erkend als uitnemend middel om kapitaal te verkrijgen; niet slechts voor Staat of Stad, doch ook ten behoeve van particuliere ondernemingen.

Eerst echter door de Naamlooze Vennootschap en overeenkomstige ondernemingsvormen in het buitenland, heeft de obligatie, in haren tegenwoordigen effecten-vorm, hare groote beteekenis gekregen.

We hebben boven nog gewezen op de *Steyrer Allgemeine Eysenhandelscompagnie* Aktiengesellschaft van 1582, waar een aandeel verplicht converteerde in een obligatie ad 5 %.

Liefmann schrijft,<sup>2)</sup> dat het obligatie-bezit in Duitschland veel grooter is dan het aandeelenbezit.

In Nederland werden uitgegeven:

In 1916: Aand. f 150.744.200.—, Obligaties f 318.704.385.—, totaal f 469.448.585.—.

<sup>1)</sup> Ambrosius Höchstetter was de eerste, die van een ieder geld tegen 5 % rente aannam.

<sup>2)</sup> t. a. p. pag 27.

Dit zijn papieren, welke gewoonlijk aan de oprichters, soms ook aan anderen worden uitgegeven voor bewezen diensten, of het dragen van de risico van den eersten tijd.

Meestal wordt hun een zeker percentage van de overwinst, nadat een bepaalde dividend op de andere aandelen is uitgekeerd, toegekend.

Van de winstbewijzen verschillen ze in het *motief* van uitgifte.

Soms zijn zulke oprichters-aandelen zeer waardevol gebleken.<sup>1)</sup>

Onder de oprichters-aandelen vallen:

a. De papieren, uitgegeven als contra-praestatie aan de oprichters voor de door hen bewezen diensten; voor Nederland b.v. voor het feit, dat zij bij de oprichting hebben deelgenomen voor één vijfde van het kapitaal.

b. Die, welke, als lokmiddelen worden gebruikt om tot eerste inschrijving over te halen.

c. Soms ook komen ze aan *niet-aandeelhouders*, en wel voor bewezen diensten; vooral voor het leenen van geld onder gemakkelijke voorwaarden.

d. Ook worden ze in betaling gegeven aan den bankier, die de emissie bewerkte.

De rechten van de houders dezer oprichters-aandelen, en van al de hier in deze § behandelde papieren, moeten blijken uit de statuten. Meer dan dáár hun wordt toegekend, komt hun in geen geval toe.

---

<sup>1)</sup> Zoo deelt Liefmann in „*Beteiligungs- und Finanzierungs-gesellschaften* pag. 156 s. q. q. mede, dat door de in 1889 opgerichte *Debenture Corporation Founders Share Company Ltd.* voor de twintig Founders Shares à £ 5.— van de in 1885 gestichte *Debenture Corporation* niet minder dan £ 300.000.— is betaald.



Wat is de bedoeling van de emissie van deze winstdeelbewijzen, *naast* aandelen, zonder dat eenige betaling hierop behoeft te geschieden?

1. Om hoge dividenden te bemantelen.
2. Soms is de bedoeling, de bepaalde in het winstdeelbewijs uitgedrukte aandeelsrechten, goed in het oog te doen springen.
3. In Duitschland wordt van deze „Genuszschein”, gebruik gemaakt om effecten aan toonder uit te geven, welke, in tegenstelling met de Aktiën, beneden M. 1000.—nominaal kunnen zijn.<sup>1)</sup>

*Ad 1.* Vooral voor ondernemingen welke direct of indirect het publiek dienen is het gewenscht, niet door hoge dividenden ergernis te verwekken, b.v. ondernemingen, voor midelen van vervoer, gas, water, electriciteit.<sup>2)</sup>

*D. Oprichtersaandelen*, oprichtersbewijzen, bewijzen van oprichtersrecht, parts de fondateur, Gründeraktiën, Gründeranteile, founders shares.

<sup>1)</sup> De Berlijnsche beurs erkent ze niet als zoodanig, en noteert Aktie + bijbehorende Genuszscheine als één geheel. De Dresdener beurs echter doet dit wel, en noteert ze dan afzonderlijk.

<sup>2)</sup> De Taxameter A. G. te Berlijn gaf in 1903 op haar kapitaal, groot M. 579.000.—, 1351 Genuszscheine uit. De dividendverdeeling was als volgt:

Op de Aktiën 13 %, en M. 90.— per Genuszschein. Dus op alle Genuszscheine M. 121.590.—. Had deze onderneming geen Genuszscheine uitgegeven, dan zou de M. 121.590.— ook als dividend zijn verdeeld over de aandelen, en zou dus  $121.590 : 5790 = 21$  % meer, dus in het geheel 34 % dividend zijn uitbetaald.

Een Taxameter A. G., welke de prijs-aanwijzers verhuurt aan de huurkoetsiers, zal het onaangenaam vinden en ongewenscht, wanneer met het oog op het hoge dividend, het publiek zou kunnen zeggen, dat de onderneming de huurkoetsiers, en door hen het publiek over-belastte.

c. Winstbewijzen worden soms uitgereikt voor het nemen van een bepaald aantal obligaties. Ook deze worden alleen deelhebbend aan het superdividend. Feitelijk kunnen ze worden beschouwd als de afzonderlijke belichaming van speciale, aandeelverwante rechten uit de obligatie.

Speciale rechten uit de obligatie worden hier dus in een afzonderlijk papier vervat. Bij de obligatie behoort dus feitelijk dit papier evengoed thuis als hier. 't Is eenigszins, n.l., wanneer men het als onderdeel van de obligatie beschouwd, te vergelijken met de inkomsten-obligatie, waarover later.

Dit zijn de z.g.n. *parts bénéficiaires*.

C. *Winstdeelbewijs*. Afzonderlijke opmerking verdient een papier, door de Duitsche schrijvers als *Genuszschein* betiteld, doch, dat door hare economische functie een bijzondere plaats inneemt.

Het zijn de papieren, welke afzonderlijke rechten uit bestaande aandeelen vertegenwoordigen. Door afsplitsing van aandeelsrechten van bestaande aandeelen worden ze gevormd. Met het moeder-aandeel samen vormen ze feitelijk één geheel. De rechten gegeven aan het nieuwe papier, worden ontnomen aan het aandeel.

We zullen het, omdat het gewoonlijk bedoeld is, als middel om de winst, die op het aandeel zou vallen, mede te *deelen*, *winstdeelbewijs* noemen.

Het winstdeelbewijs treedt dus niet in de plaats van een geamortiseerd aandeel, wordt ook niet gegeven om vergoeding te schenken voor bepaalde opofferingen, maar is te vergelijken met het winstbewijs c.

De aandeelen, van wier rechten de winstdeelbewijzen een gedeelte incorporeeren, blijven bestaan.



Het komt echter ook voor, wanneer, bij een fusie tusschen twee Vennootschappen, het nominale kapitaal der aandeele van de eene onderneming aan de aandeelhouders wordt terugbetaald, dus bij een volledige fusie, waarbij een der ondernemingen hare zelfstandigheid inboet.<sup>1)</sup>

Als het ware blijven dus de houders van dergelijke winstbewijzen aandeel behouden aan het dividend, *voorzoover het moet beschouwd worden als verkregen uit het „agio”, de meerdere werkelijke waarde, dan het nominale bedrag aanduidt.* Een billijkheidsmaatregel dus tegenover de aandeelhouders, welke het verlies door het koersverschil veroorzaakt, moeten dragen.

b. Worden door inferentes, wier ingebrachte goederen, fabrieken, patenten e.d. blijkbaar te hoog zijn getaxeerd, zoodat geen goed succes de onderneming bekroont, — de aandeele die ze indertijd hebben ontvangen, of een gedeelte daarvan, gratis aan de Vennootschap afgestaan, dan worden veelal aan zulke personen winstbewijzen uitgereikt, welke alleen recht op superdividend hebben. Dit is ook uit billijkheidsoverwegingen, m.a.w.: mocht de zaak een goede wending nemen, dan blijken de ingebrachte voorwerpen e.d. boven verwachting toch nog deugdelijk te zijn, en mogen de houders der winstbewijzen deelen in het superdividend. Het komt voor, dat ze slechts gelimiteerd deelnemen aan het super-dividend.

---

<sup>1)</sup> Dit geschiedde toen de *Elektrische Strassenbahn Barmen-Elberfeld* de bezittingen der Belgische *Société Anonyme des Tramways de Barmen-Elberfeld* verwierf.

De aandeelhouders der laatste gaven hunne aandeele en ontvingen daarvoor de nominale waarde in baar en bovendien Genuszscheine. Aldus zijn zij in het bezit gekomen van Genuszscheine van een vreemde onderneming. Deze Genuszscheine nemen deel aan het super-dividend, en wel boven 5 %.

Niet slechts rechten op dividend worden gegeven; dikwijls ook op het saldo bij vereffening; dit is een gevolg van het feit, dat de houders van deze soort papieren, zich waarlijk hebben geïnteresseerd voor, en deelgenomen aan het vermogen der N. Vennootschap.

Hierin ligt het onderscheid met de Winstbewijzen.

In het algemeen kan worden gezegd, dat alsdan ook een voorrecht zal worden uitgeoefend, gelijk bij de winstverdeeling.

B. *Winstbewijzen, winstaandeelen* — deze worden ook wel bewijzen van deelgerechtigdheid genoemd.

Hieronder meen ik, schoon de practijk veelszins anders is, met het oog op een goede classificatie, te moeten verstaan, *die papieren, welke zonder aandeel te zijn, deel geven aan het superdividend*, aan de overwinst, nadat een bepaald percentage op de andere aandelen is betaald.

Aan de vergoedingen op de winstbewijzen ligt ten grondslag een opoffering van de zijde der houders t.a.v. hun toekomstige rechten, of wel, het winstbewijs is een lokmiddel om hen tot een bepaalde opoffering te brengen.

*Winstbewijzen* dan zijn:

a. De winstbewijzen, ontstaan uit *terugbetaling van kapitaal*.<sup>1)</sup>

Dit is de oudste vorm. Terugbetaling van de aandelen tegen het nominaal bedrag bij *amortisatie* door uitloting. Bij hooge koers beduidt dit dus een verlies voor den aandeelhouder. Hij wordt dan schadeloos gesteld door een winstbewijs.

---

<sup>1)</sup> In de Nederlandsche practijk worden deze, bewijzen van deelgerechtigdheid genoemd.



In den regel wordt aan deze bewijzen van deelgerechtigdheid een recht van preferentie op dividend verleend, vóór de gewone, ja zelfs vóór de preferente aandeelen. Meestal wordt dit dividend tot een maximum beperkt. Ze staan dus vrijwel gelijk met *gelimiteerd preferente aandeelen* van den eersten rang. Evenals deze vertoonen ze dus eenige gelijkenis met obligaties.

Het doel van de uitgifte van dergelijke stukken is dus:

- 1e. De bestaande geldbehoefte te vervullen.
- 2e. Het herstellen van de balans; zoo mogelijk tracht men hierbij een boekwinst te maken.

Dikwijls zijn dit voorbereidende maatregelen om straks eene emissie te doen slagen.

*b. Ter kapitaalsverhooging*, niet als bijstorting op aandeelen, doch afzonderlijk, om werkkapitaal te verkrijgen, zonder de passiefzijde der balans te verzwaren.

De rechten der houders dezer stukken zijn gelijk aan die sub *a*.

*c.* Ook is voorgekomen een *aflossen van schulden* door middel van bewijzen van deelgerechtigdheid; gewoonlijk, wanneer door zeer kapitaalkrachtige aandeelhouders geld was geleend.<sup>1)</sup>

Ook hun wordt veelal voorrecht op dividend gegeven.

*d.* Om *achterstallige gecumuleerde preferente dividenden* te kapitaliseeren.

*e.* Als er meerdere soorten aandeelen zijn, kunnen de *voor-rechten* van de een boven de ander afgekocht worden, om gelijkheid en eenheid te krijgen.

Die oude voorrechten worden dan vastgelegd in bewijzen van deelgerechtigdheid.

---

<sup>1)</sup> Aldus de *Deutsche Keramikwerke A. Ges.* Essen 1913.

Gewoonlijk worden hieronder verstaan papieren, welke recht geven op *superdividend*, en welke worden uitgegeven aan aandeelhouders van *geamortiseerde aandeelen*, om hen in de winsten te doen blijven deelen.

Hiertegenover worden dan gesteld de *winstbewijzen*, welke als bonus bij obligaties worden uitgegeven.

M.i. is dit geen juiste onderscheiding. Niet slechts op deze wijze toch ontstaan dergelijke papieren, en elke andere modus van ontstaan maakt toch niet van een dusdanig stuk een *oprichtersaandeel*!

Het onderscheidt moet gezocht worden in het feit of aan het *dividend in zijn geheel*, zelfs vóór de gewone aandeelen dikwijls, wordt deelgenomen, dan wel, of slechts de *overwinst* den houders der stukken ten goede komt.

*Bewijzen van deelgerechtigdheid* wil ik noemen, die papieren, welke, zonder aandeel te zijn, rechten geven op uitbetaling van dividend, zonder beperkt te zijn tot het *superdividend*; dikwijls zelfs zullen ze bevoorrecht zijn boven de gewone aandeelen.

Hieronder vallen:

a. De papieren welke worden gegeven aan aandeelhouders, die op hunne aandeelen *nastorting hebben verricht*, om afstemming op de aandeelen of gedeeltelijke intrekking daarvan te voorkomen.<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> In zulke gevallen worden hun verschillende gunsten geboden en wel:

1. De oude aandeelen, waarop bijgestort wordt, worden preferent.
2. Bewijzen van deelgerechtigdheid worden gegeven.
3. En Preferentie en bewijzen van deelgerechtigdheid worden verleend.

Ad. 2. Dit komt zeer zelden voor.

Ad. 3. Dit wordt 't meest toegepast, daar het de meeste kans op succes waarborgt.



Alsdan worden die van den eersten rang wel *prioriteits-Aandeelen* genoemd.<sup>1)</sup>

Eigenaardig doet aan het bestaan van preferente aandeelen bij eene onderneming, wier gewone, stam-aandeelen zijn vervallen of eveneens preferent zijn gemaakt, zoodat naast de preferente geen andere aandeelen meer bestaan. Ten opzichte van wie of wat zijn dan deze aandeelen preferent?

Nog zij vermeld dat sommige aandeelen eerst na een bepaald tijdsverloop preferent worden of cumulatief preferent; ook wel, dat ze slechts gedurende bepaalden tijd preferent zullen zijn.

Preferente aandeelen onder een bijzonder bepalingen-complex zijn voorgekomen, en wel aldus:

Gedurende vijf jaren zullen ze preferent zijn voor 7 %, doch niet cumulatief; daarna treedt progressieve cumulatie in van af 2 %, totdat 7 % is bereikt.<sup>2)</sup>

Welke de *economische gevolgen* zijn van het naast elkaar bestaan van gewone en preferente aandeelen, zullen we in het laatste hoofdstuk zien.

---

### § 3. Aandeel-verwante papieren.

A. *Bewijzen van Deelgerechtigdheid*, actions de jouissance, Genuszscheinaktien, Genuszscheine.

---

<sup>1)</sup> Zoo had indertijd de *Union A-Ges. für Bergbau, Eisen- und Stahlindustrie*: Aktiën Littera A, B, C en D.

*Steinkohlen-Bergbau Gesellschaft Humboldt*, Frankfurt a/M had: eerste Vorzugs-Aktiën, Prioritäts-Aktiën, Stamm-Aktiën.

<sup>2)</sup> Dus:

zesde jaar preferent 7 % cumulatief 2 %;

zevende jaar preferent 7 % cumulatief 3 %;

achtste jaar preferent 7 % cumulatief 4 % enz.;

elfde jaar preferent en cumulatief 7 %.

der preferentie, zullen dikwijls geldbeleggers genegen zijn, hun stemrecht te laten vallen.

*Wijzen van ontstaan van Preferente Aandeelen:*<sup>1)</sup>

a. Bij de oprichting worden soms *onmiddellijk* zoowel gewone als preferente aandeelen geschapen. Dit geschiedt met het oog op het genoemde onthouden van stemrecht, aan de preferente aandeelhouders.<sup>2)</sup>

b. Bij later uitgeven van gewone aandeelen worden de oude aandeelen preferent.<sup>3)</sup>

c. Bij kapitaalsverhooging van een niet-bloeiende onderneming, wier aandeelen beneden *pari noteeren*, zullen slechts aandeelen worden genomen, wanneer bijzondere voorrechten hieraan worden verbonden, i. e. preferentie.

d. Bij kapitaalsverhooging van dezelfde ondernemingen, door emissie van gewone aandeelen, na voorafgaande afstempeling op de aandeelen, of intrekking van een gedeelte dier stukken, zal gewoonlijk den ouden aandeelhouders een recht van preferentie worden toegekend voor hunne op-offeringen.

Niet alleen komt het voor, dat er naast de gewone, de stam-aandeelen, één soort preferente worden gesteld, doch preferente aandeelen van 1e, 2e, 3e en volgende rang zijn voorgekomen.

---

<sup>1)</sup> Het eerst zijn preferente aandeelen in *Engeland*, omstreeks 1849, door de *Great Northern-Railway-Company* uitgegeven.

<sup>2)</sup> De preferente worden dan gewoonlijk alleen aan het publiek gebracht.

<sup>3)</sup> Vgl. boven „Ontstaanswijzen van gewone aandeelen” sub e.



recht geeft op dividend tot een *bepaald* percentage, vóór eenige uitkeering geschiedt op de gewone aandeele; echter is er geen, of niet voldoende winst aanwezig, om het maximum percent uit te keeren, dan is verder verhaal uitgesloten. Ze komen dus in zooverre overeen met de obligatie, dat ze een vast begrens dividend kunnen ontvangen; echter slechts wanneer er winst is gemaakt.

b. *Cumulatief preferent aandeel*: Dit wijkt van het vorige hierin af, dat, voor het geval in een jaar geen of minder dan het dividend, waarvoor de preferentie geldt, is uitgekeerd, een recht hierop blijft bestaan, eveneens preferent, ten aanzien van de winsten in latere jaren te behalen.<sup>1)</sup> Hierdoor staat, gelijk duidelijk is, dit aandeel nog nader aan de obligatie.

c. *Gelimiteerd of Cumulatief preferente aandeele met winstdeel*: Ze onderscheiden zich van de sub a en b genoemde, door het recht, na de preferentie nog in de overwinst met de gewone aandeele te deelen, en wel:

1. of onmiddellijk gelijk op met de gewone aandeele;
2. of, nadat op de gewone aandeele ook eerst een bepaald percentage is uitbetaald, gelijk op;
3. of, in de gevallen 1 en 2, maar dan niet gelijk op, maar volgens een bepaalde verhouding.

Niet slechts ten aanzien van de *winstverdeeling* kan een bepaalde categorie aandeelhouders preferent zijn; ook wat betreft de *verdeeling van het saldo bij vereffening* komt dit voor.

Voor al wordt gebruik gemaakt van de emissie van preferente aandeele, om het stemrecht te onthouden; door de voordeele

---

<sup>1)</sup> Is op een cumulatief 7 % preferent aandeel in 1921 5 % betaald, dan moet in 1922 op dit aandeel 9 % worden uitgekeerd, alvorens eenige betaling mag geschieden op de gewone aandeele.

### § 3. Grond voor Obligatie-emissie.

Op welken grond mogen nu de leiders eener Vennootschap obligaties uitgeven, wanneer de behoefte aan kapitaalsverhooging aanwezig is, en de marktgesteldheid het toelaat, m. a. w., welke moet de basis zijn waarop de obligatieleening rust?

Deze kan verschillend zijn, en in volgorde van stevigheid zullen we ze nagaan:

#### a. Onroerende goederen:

Zeer belangrijke basis voor obligaties is het onroerend goed eener onderneming. Dergelijke goederen toch vertegenwoordigen een *stabiele grondslag*, welke een uitermate groote zekerheid biedt voor de obligatiehouders.

Echter toch is ook hierin gradatie.

Het hangt veel af van de geaardheid der bezittingen. Of deze sterk *gespecialiseerd* zijn of niet.

Een onroerend goed, een stuk land, gelegen op een zeer gunstige plaats, waarvoor steeds een koper zal zijn te vinden, en welk terrein voor alle mogelijke doeleinden zal kunnen worden gebruikt, zal een uitnemende zekerheid bieden.

Daarentegen een spoorbaan, welke zeer gespecialiseerde waarde heeft, m. a. w. slechts voor één bepaald doel is te gebruiken, geeft uit dit oogpunt minder zekerheid.<sup>1)</sup>

Een onderneming met fabrieksgebouwen, machines, ketels, werktuigen, welke alle voor zeer vele doeleinden zullen kunnen worden gebezigd, geeft groote zekerheid.

Zijn echter in hetzelfde geval de genoemde goederen maar voor één bepaald doel te gebruiken, kunnen de machines slechts

---

<sup>1)</sup> Met het oog op de stabiliteit van transportbehoefte wordt dit opgeheven; hierover nader.



hieraan worden toegevoegd, als de blik op patenten, de waarde van contracten, fusie e.d., doch uitputtende opsomming van factoren en invloeden is uiteraard onmogelijk.

Slechts zij er nog op gewezen, dat sommigen een plan van kapitalisatie zonder obligatie-leening niet volledig achten, terwijl anderen dit bezwaar in 't geheel niet deelen.

## II. *De Marktgesteldheid.*

Tweede hoofdfactor is de gesteldheid van de geldmarkt.

Hoezeer een bestuur de emissie van aandelen, preferente aandelen of obligaties gewenscht en naar de omstandigheden en zekerheid, welke geboden wordt, ook mogelijk acht, toch zal bij onwillige markt geen emissie kunnen slagen. In crisisperiodes, bij buitengewone duurte of schaarschte van geld, bij onwilligheid van het publiek ten aanzien van bepaalde effecten of van deze in het algemeen, bij slechte conjunctuur, zal elke poging hiertegen in te gaan, met lamheid zijn geslagen.

Eigenaardig zijn de schommelingen hierin. Nu eens is het aandeel het gewilde papier, dan weer doet de obligatie opgeld, of is het preferente aandeel in trek.

Nauwkeurige beschouwing en een ter dege rekening-houden hiermede is de eerste eisch voor de leiding van een onderneming.

Hierbij komt de bankier, met zijn „intuïtie” voor de markt-gesteldheid, te hulp. Het is voor den handelsman en financier gewoonlijk meer een aanvoelen bij intuïtie, dan een weten, vooral daar de statistiek op dit gebied, hoezeer ook van waarde, nimmer zekerheid kan geven. Telkens werken nieuwe, ongedachte factoren, en dit was dan ook de oorzaak, die een bankier tot mij deed zeggen: „Niets is zóó onberekenbaar als de geldmarkt.”

§ 2. Hoofd-elementen, welke de keuze tusschen aandeelen- of obligatie-emissie bepalen.

I. *Het bestuur der Vennootschap.*

Het bestuur, 't welk den gang van zaken der onderneming kent; juist inzicht omtrent de verschillende moeilijkheden, winst- en verlieskansen heeft; de zekerheden, door de onderneming bij eenige emissie te stellen, weet; dit is het lichaam, 't welk zal beoordeelen welke stukken moeten worden uitgegeven.

Verschillend kan door het eene bestuur en het andere onder gelijke omstandigheden worden beslist.

Hiervoor komt in aanmerking, meerdere of mindere nauwkeurigheid van de vooronderzoekingen<sup>1)</sup> de optimistische of pessimistische kijk; goed inzicht in de marktgesteldheid, en ook de gedachte welke men koestert t. a. v. verschillende papieren, als obligaties of preferente aandeelen.

Het doel hetwelk het bestuur beoogt, zal grootelijks invloed kunnen uitoefenen, niet slechts over emissie a pari, of boven pari, van gewone aandeelen<sup>2)</sup> doch ook met het oog op obligatie-, preferente aandeelen- of aandeelen-emissie. Waar voor de emissie van gewone aandeelen reorganisatie zou noodig zijn, zal het eene bestuur deze gewenscht achten, terwijl een ander liever zal trachten obligaties of preferente aandeelen uit te geven.

De een zal een anderen kijk hebben op de winstkansen eener onderneming dan de ander, en hierdoor kan beslist worden over het al dan niet uitgeven van obligaties.

Eenige overwegingen zijn hier slechts genoemd. Veel kon

---

<sup>1)</sup> Herzog, t.a.p.

<sup>2)</sup> Zie aldaar.



wezig en een gering aantal aandeeleñ, dan zullen de dividenden hiervan aanmerkelijk stijgen. Toch moet ook hierin worden onderscheiden.

Een onderneming kan het gewenscht achten met niet te hooge dividenden uit te komen (vgl. hetgeen bij Winstdeelbewijs is geschreven).<sup>1)</sup>

III. Voor den *financier* zullen dikwijls aandeeleñ meer gewenscht zijn dan obligaties; zijn winstmogelijkheden worden bij uitgebreide obligatie-uitgifte grootelijks bedreigd. In de obligatie met vaste rente komen immers niet zulke groote koersschommelingen voor; ze werken niet op de fantasie, gelijk de aandeeleñ.

Nadat eerst de hoofdelementen voor de beslissing inzake aandeeleñ- of obligatie-emissie zijn uiteengezet, zal op de basis der obligatie-leeningen worden ingegaan. Bij de behandeling hiervan zal tevens tot uiting komen tot welke hoogte op de verschillende te noemen grondslagen obligaties mogen worden uitgegeven. De *maximum-grens voor Obligatie-emissie* zal het volgende punt van beschouwing vormen. Ten aanzien van *preferent* en *gewoon aandeel* zal op overeenkomstige wijze worden gehandeld, om te eindigen met eenige korte opmerkingen over den meest geschikten tijd, waarop de papieren moeten worden geëmitteerd. Hierin toch blijkt ook verschil tusschen Aandeel en Obligatie, 't welk op de keuze van emissie zal invloed uitoefenen. Om deze reden meenen we, in plaats van bij de „emissie”, in *dit* verband de „emissie-tijd” te mogen behandelen; tevens omdat hier alleen de tijd van obligatie- en aandeeleñ-emissie wordt behandeld.

---

<sup>1)</sup> Door obligatie-emissie zouden de dividenden op de aandeeleñ nog aanmerkelijk kunnen stijgen. Alsdan is meer gewenscht een aandeeleñ-uitgifte à pari, waardoor de oude aandeelhouders ongetwijfeld bereid zullen worden gevonden ze te nemen.

Obligationen-umlaufes maßgebend sein soll, soll dann der Aktienkurs gar nicht berücksichtigt werden?"

„Beschränkt man die Ausgabe von Obligationen so, dasz ein bestimmtes Verhältnis zum Aktienkapital generell eingehalten werden musz, so reizt man zur Kreierung ungesund groszer Aktienkapitalien."

Hieruit zien we eenige elementen, welke invloed uitoefenen en bij volledig gelijksoortige ondernemingen geheel verschillend kunnen zijn.

I. In het algemeen kan worden gezegd, dat voor de *obligatiehouders* van belang is een *groot aandeelenkapitaal*. Dit toch moet eerst geheel verloren zijn, alvorens zij de dupe kunnen worden. Hoe grooter dat kapitaal is, des te veiliger staan ze dus.

II. Voor de *aandeelhouders* moeten twee gevallen onderscheiden worden:

A. Bij *slechten* gang van zaken:

Alsdan is gewenscht, dat het obligatie-kapitaal gering is, en wel, omdat:

1. Bij de geringste tegenslag een echec het gevolg kan zijn, zoo er een groot obligatie-kapitaal is.

Het economisch evenwicht wordt steeds bedreigd.

2. Op aandeelen kan desnoods jaren achtereen geene uitkeering geschieden. Obligatie-rente echter moet worden betaald; anders is bankroet te vreezen.

B. Bij *goeden* gang van zaken en toenemenden bloei:

Hier is in het belang der aandeelhouders een groot obligatie-kapitaal. Alle winsten toch, welke uitgaan boven de rente, op de obligaties verschuldigd, komen aan de aandeelhouders. Zijn er weinig obligaties, veel aandeelen, dan moet de winst over velen verdeeld. Is echter in ruime mate obligatie-kapitaal aan-



Doch ook de aandeelhouders zelf hebben hier een taak; ten einde gevaren voor hunne Vennootschap te voorkomen en te vermijden, is het hunne plicht en eisch van zelfbehoud, om zich van den toestand op de hoogte te houden. De groot-aandeelhouder doet dit; doch ook de klein-aandeelhouder moet beter tot het besef komen, dat zijn plaats in de *Algemeene Vergadering* is. Zoolang echter dit bewustzijn nog niet is levendig geworden, moet worden toegejuicht het vertegenwoordigd worden van deze groepen door banken<sup>1)</sup>, mits het bankinstellingen zijn, welke niet louter eigen voordeel zoeken, en, het belang der onderneming niet achtende, slechts op emissie-voordeelen uit zijn.

Een algemeene regel dan is *niet* op te stellen. Wel is beweerd, dat nimmer het aantal uitgegeven obligaties dat der aandelen mag overtreffen, ja zelfs een maximum van de helft is bepleit. Moge hiervoor wel eenige grond zijn, als algemeene regel voor elke instelling mag ze niet gelden.

Terecht wijst hierop H e c h t<sup>2)</sup> :

„Wenn ein Bergwerksunternehmen, das jahrenlang 50 % Dividende verteilt hat, und jetzt immer noch 30 % gibt, gerade weil es ein geringes Aktienkapital hat, Obligationen ausgeben wollte, warum sollte es dann nicht über den Betrag des Aktienkapitals hinaus Obligationen emittieren dürfen?“

„Wenn ein Hüttenwerk, dessen ganzes Aktivum mit einer Mark zu Buch steht Obligationen emittieren will, warum sollte es an die Grenzen des Aktienkapitals gebunden sein?“

„Wir haben Bergwerksunternehmungen deren Aktien 600 stehen; wenn das eingezahlte Aktienkapital als maximum des

<sup>1)</sup> Zie „Emissie” Hfdst. II.

<sup>2)</sup> t. a. p., pag. 146 s.q.q.

## HOOFDSTUK IV.

---

### Verhouding tusschen Aandeel en Obligatie.

#### § 1. Inleiding.

Wat aangaat de verhouding tusschen Aandeel en Obligatie, zoo zou een vaststellen van het aantal obligaties in een *bepaald verhoudings-cijfer* ten aanzien van het aandeelenkapitaal, zoo al niet voor elke onderneming bindend, dan toch klasgewijze voor de onderscheidene groepen, een zeer groot belang zijn.

Pogingen hiertoe kunnen worden gedaan en zijn ook werkelijk verricht, doch een vaste verhoudingsformule *moet* afstuiten op de *werkelijkheid*, waarin zóó oneindig veel factoren werken, welke de beslissing aangaande aandeelen- of obligatie-emissie beïnvloeden, dat vaste maatstaf ontbreekt. Ook binnen een groep van geheel gelijksoortige ondernemingen is hier uitermate veel verschil, daar toch de positie van de eene onderneming, alweer tengevolge van talrijke factoren, geheel verschillend kan zijn van die eener andere.

Wel kunnen *leiddraden* worden aangegeven, welke t. a. v. Obligatie-emissie en aandeelen-emissie in het oog moeten worden gehouden, en die dan ook hier zullen worden uiteengezet.

De leiding van de onderneming is het, die in staat is de waarborgen voor obligaties te overzien en hieruit conclusies te trekken. Het hebben van een trouw, vakkundig, verantwoordelijkheidsbesef in hooge mate bezittend bestuur is dan ook een niet te overschatten voordeel.



Rente wordt alleen uitgekeerd, wanneer ze is *verdiend*, naar het oordeel van de directie. De hoofdsom moet op een bepaalden tijd, of bij uitloting naar een amortisatie-plan, worden betaald.

Wat dus de rente betreft komen ze sterk overeen met de *Preferente* aandeelen, want hunne, van de winsten afhangende, aanspraken gaan vóór alle aandeelen, ook voor de preferente; ze zijn dus te vergelijken met *prefente aandeelen van den eersten rang*.

Echter staan ze beneden cumulatief preferente aandeelen, daar hunne rente niet accumuleert bij niet-uitkeering<sup>1)</sup>.

---

<sup>1)</sup> Veel werden deze obligaties, *income-bonds* in Amerika gebezigd vóór 1890. Later niet zooveel meer. Gemeenlijk ontstaan ze uit reorganisatie, om faillissement te voorkomen, door den obligatiehouders toekomstige uitkeeringen voor te spiegelen.

zal leiden tot *conversie*. Echter: wanneer de markt onwillig is, is het de vraag of op deze voorwaarde plaatsing mogelijk zal zijn.

Deze short term notes kunnen zijn verzekerd of door geen zekerheid gedekt. Dan rust hare waarde op het algemeene crediet van de onderneming en is dus afhankelijk van de verdiensten boven de bestaande lasten. Gewoonlijk is de zekerheid van geringe beteekenis, veelal indirecte zekerheid, en wel door andere papieren, evenals de collateral trust bonds.

#### § 5. Obligatie-verwante Papieren:

Hieronder vallen m.i. twee papieren, welke als Obligatie bekend staan, en daarom hier ook zoo genoemd zullen worden, doch welke zoo sterk aandeels-elementen vertoonen, dat ze niet tot de zuivere obligaties kunnen worden gerekend.

##### I. *Obligaties met winstdeel.*

Deze stukken geven naast een gewone vaste rente nog recht op een gedeelte in de overwinst, nadat op de aandeelen een bepaald percentage is uitgekeerd.

Soms is dit speciale recht afzonderlijk belichaamd in een winstbewijs<sup>1)</sup> doch moet m. i. dan toch als één geheel vormend met de obligatie, worden beschouwd.

##### II. *De Inkomsten-Obligatie.*

Dit zijn obligaties, welke een eigenaardige tusschenvorm zijn tusschen aandeel en obligatie.

Ze staan, wat de *rente* betreft op het standpunt van de *aandeelen*, wat de *hoofdsom* aangaat echter op dat der *obligaties*.

---

<sup>1)</sup> Zie § 3, onder winstbewijzen c.



weinig boven pari staan, dat een eenigszins omvangrijke emissie niet zou slagen, en welke geen hypotheek-obligaties kan uitgeven —, in staat, zonder preferente aandelen (welke hooger winstdeel eischen) uit te geven, zich het benodigde kapitaal te verschaffen, door te verbinden, de minder veilige belegging (ze hebben immers geen speciale zekerheid) met de conversie-kansen.

Feitelijk is het emitteeren van convertible bonds eene, wegens het dis-agio nu nog niet mogelijke, uitgestelde, *tot later tijdstip* (nl. dat der conversie) *verschoven aandelen-emissie!*

Deze uitgestelde aandelenplaatsing heeft dikwijls, door de conversie-verhouding vrij hoog te stellen (b.v. 6 Obligaties tegen 5 aandelen) een veel grooter agio-premie veroorzaakt, dan directe emissie had kunnen geven.

Voor den obligatie-houder wordt hier de gelegenheid geopend om door speculatie te winnen, of bij inwisseling, in plaats van 5 à 6 % een dividendbedrag te ontvangen 't welk bij voortgaanden bloei groote inkomsten biedt.

VII. *Short term notes*, obligaties met korten omlooptijd. Wanneer een Maatschappij long term bonds, een obligatie-leening op langen termijn wil plaatsen, doch de markt is niet geschikt, de rentevoet te hoog, dan geeft men, in de verwachting, dat door een spoedige kentering de rente zal dalen tot het gewone, voor deze soort ondernemingen gebruikelijke peil, short term notes uit, met één-, twee- of drie-jarige looptijd. Wanneer deze vervallen, verwacht men de eigenlijk bedoelde obligatie-leening te zullen kunnen plaatsen tegen een lagere rente en voordeeliger voorwaarden.

Hetzelfde kan praktisch worden bereikt door bij de obligatie-emissie vóór te behouden geheele aflossing op een voor de onderneming gewenscht geacht tijdstip, welke bepaling meestal

bediend door vakkundig personeel; dient de fabriek voor een fabrikaat, welker bewerkings-procédé geheim is, dan zullen natuurlijk deze goederen een veel geringer waarde hebben, en mocht hier een obligatie-leening worden geplaatst, dan is het niet op grond van de bezittingen, doch op die van de rentabiliteit der onderneming.

Zulk eene onderneming zal met het oog op hare winstzekerheden misschien een obligatie-leening kunnen sluiten van f 500.000.—, terwijl de onroerende goederen bij verkoop, niet meer dan f 50.000.— zouden opbrengen.

Verder kan gezegd worden, dat

*Mijnbouwondernemingen* (goud, koper, ijzer, kolen enz.) slechts zekerheid geven voor een obligatie-emissie, wanneer de uitgestrektheid der kolen- of ertslagen bekend is; ook dan nog moet met groote voorzichtigheid gehandeld. Slechts voor een beperkt gedeelte van hunne marktwaarde leveren ze basis voor obligatie-emissie. Door de voortgaande ontginning toch, daalt de waarde der zekerheid. In ieder geval moet de geheele obligatie-leening zijn afgelost, alvorens er kans zou bestaan, dat de mijnen waren uitgeput.

*Industriële ondernemingen* mogen hypothecaire obligatie-leeningen slechts uitgeven, op grond van bezit van mijnen of onroerende goederen, en dan slechts tot een gering bedrag van de marktwaarde, afhankelijk echter van het meerder of minder gespecialiseerd zijn der bezittingen.

*Ondernemingen, wier onroerende goederen nog in aanbouw zijn*, mogen hierop geen obligatie-leening uitgeven, daar geen zekerheid bestaat.

*Ondernemingen met grond-speculatie-doeleinden* mogen dit evenmin.

b. *Algemeene Winstkansen.*



Voor al groote ondernemingen kunnen leeningen geplaatst krijgen zonder speciale zekerheid, tot zeer hooge bedragen.

Waar in ligt dit?

Een onderneming bestaat niet alleen uit eigendommen, — fabrieksgebouwen, machines, stoomketels, enz. — maar daarnaast is van het grootste belang ligging, afzetgebied, transportgelegenheid, organisatie en geschiktheid om de zaken te drijven.

Daarom wordt de waarde der onderneming niet beoordeeld enkel naar de eigendommen, doch veel ruimer, naar de winstzekerheid <sup>1)</sup>).

Een zeer belangrijke factor dus om na te gaan of een obligatielening veilig is, is de constante rentabiliteit der onderneming. De ondernemingen dus met de meest soliede, constante verdiensten en een markt voor hunne producten, die steeds voldoende is, geven uitnemende zekerheid.

Van groote beteekenis voor vastheid in de verdiensten is het bezit van een *monopolie*, rechtens of feitelijk.

*Staats-concessies*, voor tram, gas, waterleiding, electriciteit e. d. over een groot aantal jaren schenken uitnemende zekerheid.

Het bezitten van een *patent* kan waardevol zijn, doch de

---

<sup>1)</sup> Zeer verschillend is de berekening van deze waarde. Heeft men een zeer soliede onderneming, met goede, vaste afzetgebieden, een product, dat aan geen mode-fluctuaties onderhevig is, doch een constante vraag heeft, goede leiding, welke onderneming reeds gedurende vele jaren regelmatig goede dividenden of rente heeft uitgekeerd, winsten gemaakt van b.v. f 80.000.— per jaar, dan mag men zulk eene onderneming wel waardeeren op f 1.000.000.—.

Is echter gedurende drie jaren in een speculatieve onderneming f 40.000.— per jaar gewonnen, dan is het onverstandig haar hooger te schatten, dan uiterst f 100.000.—.

Trouwens, dit zij hier mede gezegd: *Zuiver speculatieve ondernemingen* mogen nimmer obligaties uitgeven.

zekerheid tegen goedkoopere uitvinding of productie-methode bestaat nimmer: klassiek voorbeeld Indigo.

Een uitnemend monopolie is ook in handen van de *United States Steel Corporation*. Het is het *beheerschen van de grondstoffen*.

De aandacht trekt het feit, dat vooral in *Amerika* de *Spoorwegmaatschappijen* zoovéél obligaties hebben kunnen uitgeven. Boven hebben we gezien, dat de lijnen, door de sterke specialiseering, niet zeer groote zekerheid boden. Die zekerheid moet dus op andere wijze zijn geboren. Zij wordt mede gegeven door het feit, dat een Spoorweg-onderneming met haar wegen-net in een bepaald gebied, ook al werkt ze niet met Staats-concessie, toch een *feitelijk monopolie* bezit. In *dat* gebied nl., waar reeds hare lijnen zijn aangelegd, is het uitgesloten, om concurrentie te krijgen. De kosten daarvoor zijn *te* hoog, terwijl bij concurrentie in éénzelfde terrein, de kansen op voldoende winsten zóó gering zijn, dat niemand zich daartoe leent.

Verder is van beteekenis de *markt*.

Zoo zullen ondernemingen, fabrieken welke in dagelijksche behoeften voorzien, veel constanter markt, en dus verdienen hebben, dan die welke weelde- of mode-artikelen leveren.

Dit is ook voor de Spoorwegondernemingen van uiterst groote beteekenis. De vraag naar transportdiensten zal altijd groot blijven, zoowel voor personen- als voor goederenvervoer. Moge er al schommeling zijn, deze blijft gering.

Dan ook kunnen hier de tarieven, juist door de onmisbaarheid van het vervoermiddel, zeer gemakkelijk aangepast worden aan de behoeften der onderneming.

Veel grooter zijn de schommelingen uit den aard der zaak bij industrie-ondernemingen; onberekenbaar bij mode-zaken.



Daarom mogen Spoorweg-ondernemingen tot hooger percentage van de verdiensten, lasten uit rente-betaling op obligaties voortvloeiende, op zich nemen, dan industrie-ondernemingen.

*c. Effecten.*

Deze dienen als basis voor obligatie-emissie, en worden dan gewoonlijk aan een derde, vertegenwoordiger der obligatiehouders, *trustee*, meestal een trust-company in handen gegeven.

Nadeel hiervan is, dat de zekerheid der obligatiehouders uiterst zwak wordt, wanneer twee ondernemingen wederkeerig steunen op de verdiensten van de andere, door van elkaar effecten te bezitten.

Voor al moet nauwkeurig worden toegezien, welke effecten tot grondslag voor de obligaties dienen.

Komt de onderneming hare verplichtingen niet na, dan is de trustee gerechtigd voor de obligatiehouders alle daden die noodig zijn te verrichten, in rechte optreden, de effecten vervreemden en daaruit voldoen, etc.

Veel is van deze methode gebruik gemaakt, door het oprichten van *sub-compagniën*. Zelf geeft dan de onderneming obligaties uit, verzekerd door aandeelen of obligaties van hare sub-compagniën. Op deze wijze zijn vele ondernemingen als sub-compagniën in het leven geroepen.

Gewoonlijk worden eerst met hulp van de moeder-onderneming sub-ciën opgericht en dienen hunne effecten tot onderpand voor een groote obligatie-leening der moeder-Cy.

*d. Rollend materiaal.*

Dit is door de Spoorwegmaatschappijen als zekerheid gesteld voor *Car Trust-* of *Equipment-bonds*.

Deze obligaties zijn gedekt door *pandrecht* op het rollend

materiaal der Spoorwegonderneming, welke deze papieren uitgeeft met het doel kapitaal te verkrijgen, ten einde de benoodigde voorwerpen te betalen. Gewoonlijk treedt een trustee voor de obligatiehouders op.

Hier is dus een directe verplichting van de onderneming. Bij eenig in gebreke blijven in betalingen of eenige andere niet-nakoming van de bepalingen der Overeenkomst is de trustee gerechtigd de voorwerpen te nemen en te houden of te verpachten of op andere wijze te beschikken over alles of een gedeelte, zooals hem 't meest overeenkomstig de behartiging van de belangen der obligatie-houders dunkt, terwijl de onderneming verplicht blijft de rente uit te betalen, voorzover ze niet wordt verkregen uit de beschikkingen over de eigendommen door den Trustee.

De rente is hooger dan die van 1e hypotheek-obligaties, terwijl toch de zekerheid niet minder behoeft te worden geacht. <sup>1)</sup>

#### e. *Garantie.*

De zekerheid voor de obligatiehouders bestaat hier in het feit, dat door een andere, credietwaardige onderneming een bepaald gedeelte van of ook de geheele rente wordt gegarandeerd. <sup>2)</sup>

Dit is dus een geval van *indirecte* zekerheid voor de obligatiehouder. Mocht de emitteerende Vennootschap in gebreke

---

<sup>1)</sup> Dit is hier dus een pandrecht op roerende goederen, waarbij echter de verpande goederen blijven berusten onder den schuldenaar; bij ons is dit dus niet geoorloofd.

<sup>2)</sup> Ook een bepaald dividend op aandeelen wordt op deze wijze wel verzekerd, om de aandeelen tegen hooger emissie-koers te kunnen plaatsen.



blijven t. a. v. hare verplichtingen jegens de obligatie-houders dan moet de garandeerende maatschappij voldoen. Deze laatste is dus subsidiair verbonden.

Veel is heirmee geknoeid.<sup>1)</sup>

Lieffman schrijft:<sup>2)</sup> „In den meisten Fällen ist damit „(nl. der Garantie) ein Schwindel oder doch eine Täuschung „bezweckt”.

In de praktijk wordt echter groote waarde gehecht aan de garantie door krachtige maatschappijen. Meer wordt dan getoet op de garantie, dan op de credietwaardigheid van de emittente onderneming, soms zelfs alleen op de garantie.

Veel worden obligaties door sub-compagnien uitgegeven, gegarandeerd door de moeder-Compagnie. Vooral bij de Amerikaansche Spoorwegen is dit veel voorgekomen, om uitbreidingen van het net te verkrijgen; hiervoor werd dan een dochter-onderneming opgericht, wier obligaties en aandelen door de hoofd-maatschappij werden gegarandeerd. Dikwijls geschiedde dit, wanneer eigen obligatie-emissie niet meer mogelijk was, daar alle tegenwoordige en toekomstige onroerende goederen en effecten reeds waren verbonden voor andere obligatie-leeningen.

Een bezwaar tegen het garantie-contract is, dat, terwijl de houders van obligaties met hypothecaire zekerheid weten, wat hunne zekerheid waard is, dit met de gegarandeerde obligaties niet het geval is.

---

<sup>1)</sup> De *Marconi Wireless Telegraph Cy.* b.v. gaf aandelen uit, en deelde mede, dat een *New Yorker Trust Cy.* had gegarandeerd gedurende 5 jaren de uitkeering van 5 % dividend. Inderdaad echter was op elk aandeel van \$ 100 \$ 25 gestort. Door deze handelwijze wist de Compagnie hare aandelen tegen 150 % te plaatsen.

<sup>2)</sup> Op pag 439 van zijn standaardwerk.

Wanneer het maximum van de geautoriseerde hypotheek-obligatie-emissie is bereikt, mag er niet verder worden uitgegeven.

Een garandeerende onderneming echter, kan meerdere andere obligatie-leeningen gaan garandeeren. Wordt ze overbelast en gaat bankroet, dan is de garantie weg, en dit kan natuurlijk geschieden, wanneer sommige der ondernemingen, wier obligaties ze heeft gegarandeerd, onmachtig zijn de rente te betalen, zoodat zij moet bijpassen, terwijl ze bovendien hare rente op eigen obligaties heeft te betalen.

Nu is gewenscht een bepaling te maken in het contract met de garandeerende onderneming, dat ze niet meer dan een bepaald gedeelte harer verdiensten mag riskeeren bij garanties. Nog beter is een vaste som te bepalen.<sup>1)</sup>

---

#### § 4. Maximum-grenzen voor Obligatie-emissie.

Naast hetgeen in de vorige § dienaangaande reeds is medegedeeld, zij hier nog gewezen op het volgende:

Wat *hypotheek-obligaties* betreft, de hoogte dier obligatie-leeningen moet in verband met de algemeene winstkansen der

---

<sup>1)</sup> Wanneer wordt overeengekomen, dat niet meer dan één derde der verdienste mag gewaagd bij garanties, is hier onmogelijk de hand aan te houden, daar de verdiensten en dus met haar het gedeelte, aan schommelingen, onderhevig zijn.

Vastgesteld kan b.v., dat een garandeerende onderneming met een tot nu toe gemiddelde verdienste van f 100.000.—, tot f 30.000.— rente op obligaties mag garandeeren, terwijl dit bedrag niet mag worden verhoogd, alvorens de verdiensten zijn geklommen tot f 200.000.—.

Dan mag vermeerderd, doch de eerste drie jaren niet meer dan tot f 45.000.—, bij stabiel gebleken verdiensten-vermeerdering tot f 60.000.—.



onderneming worden bepaald overeenkomstig de algemeene regelen t. a. v. hypotheek-verleening. Vooral moet hier nauwkeurige waardeering van de tot zekerheid gestelde goederen voorafgaan.

Ten aanzien van de hoofdsom kunnen verschillende bepalingen worden getroffen: aflossing jaarlijks van een gedeelte, zoodat na afloop van den termijn der leening de geheele leening is afgelost, — of aflossing in eens bij het eindigen van den looptijd.<sup>1)</sup>

Bij het bepalen van het bedrag van de obligaties, welke zullen worden uitgegeven, moet voorziening worden getroffen voor *latere emissies*; onder gewone omstandigheden zal elke onderneming bij goeden gang van zaken uitbreiding beoogen, en hiervoor is kapitaal noodig. We hebben gezien, hoe nadeelig een overdreven uitbreiden uit de winsten zonder kapitaalsverhooging kan werken.

---

<sup>1)</sup> Alsdan wordt soms een speciale reserve hiervoor gevormd, ten einde in staat te zijn de obligaties af te lossen. Het nadeel van dergelijke reserves is steeds, dat ze niet in het bedrijf zelve mogen worden opgenomen, doch op eenige andere, snel realiseerbare wijze moeten worden belegd. Gemeenlijk mag in het belang der obligatie-houders worden geacht een besteding van de kapitalen, die anders deze speciale reserve, „*sinking fund*” genoemd in Amerika, zouden toevloeien, in de onderneming zelf worden gestoken. Daardoor vermeerderd de zekerheid der obligatie-houders; verbeteringen en uitbreidingen maken hun onderpand van grooter waarde.

De bedoeling toch, gelijk we zagen bij de bespreking van de economische beteekenis der obligatie, zal bij goede, veilige belegging, gemeenlijk en van de zijde der onderneming, en van die der obligatie-houders, zijn deze te continuëeren, door conversie in een nieuwe leening. Aangaande rente-hoogte en voorwaarden kunnen wijzigingen optreden, doch de band tusschen onderneming en geldschietters, zal men willen behouden.

Uitzondering hierop vormen de ondernemingen, wier tot zeker-

Zijn nu op eerste hypotheek obligaties uitgegeven, dan zou voor nieuwe emissie met gelijke zekerheid, toestemming der eerste obligatie-houders noodig zijn, welke niet licht zal worden verkregen.

Alsdan moeten de uitbreidingen als zekerheid dienen; waar deze echter gemeenlijk (b.v. bij de Spoorwegen) geen zelfstandig bestaan hebben, zal de zekerheid niet zoo groot zijn, om er voldoende kapitaal mee te verkrijgen.

Bij zeer groote, krachtige ondernemingen zal tweede of algemeene hypotheek kunnen worden gevestigd, als de eerste leening niet groot is.

Een uitnemende zekerheid wordt alsdan gegeven door eerste hypotheek voor alle obligatie-leeningen tot een hoog maximum op alle tegenwoordige en toekomstige goederen.

Er wordt b.v. bepaald, dat hoogstens f 50.000.000.— mag worden uitgegeven in obligaties, voorloopig eerst f 5.000.000.

heid gegeven onroerende goederen, in steê van in waarde te stijgen, steeds dalen of kunnen dalen, zoodat de zekerheid der obligatie-houders, met het naderen van den aflossingstermijn, inkrimpt. Deze zijn:

I. Ondernemingen, waarbij de obligaties door hypotheek op eigendommen verzekerd zijn, en door de arbeid van de onderneming de eigendom wordt uitgeput, als daar zijn: staand hout, kolenlagen, ertsmijnen, land in kleine gedeelten (perceelen) te verkoopen b.v. als bouwgrond.

Voor elke ton kolen, welke wordt verkocht, elke M<sup>2</sup> grond, welke wordt vervreemd, moet een bepaald bedrag ter vervanging van de hierdoor te loor gegane zekerheid worden gereserveerd.

II. Ondernemingen, welke geen zekerheid bieden, dat bij het afloopen van den looptijd der obligaties, hunne zaken van de zelfde waardij zullen zijn; ondernemingen dus wier werkzaamheden niet persé van duurzaam aard zijn.

Van een Spoorwegmaatschappij is dit wel te zeggen, maar een electriciteitsonderneming met concessie voor 30 jaren, kan geen voldoende zekerheid bieden.



De nu, en al de later uit te geven obligaties zijn gezekerd door deze *algemeene eerste hypotheek*.

Doch bij eerste hypotheek op bepaalde goederen is zekerheid van een niet méér emitteeren, dan de onmiddellijk voor de thans aanwezige kapitaalsbehoefte benoodigde, geautoriseerde leening.

Hier echter kan tot een enorm maximum worden uitgegeven, 't welk, werd het reeds nu bereikt, ongetwijfeld alle kooplust zou dooven, daar eerst na groote uitbreidingen voldoende zekerheid voor de obligatie-houders zou zijn geboden.

Hierom moeten verschillende bepalingen worden opgenomen om te voorkomen, dat willekeurig de zekerheid der obligatie-houders zou worden geschaad.<sup>1)</sup>

Ten slotte zij als algemeene regel gegeven:

*Nimmer mag uitgegeven een zóó hoog bedrag aan obligaties, dat, bij een teruggang van zaken, welke slechts bij mogelijkheid kan worden verwacht, de rente der leeningen meer zou zijn dan de verdiensten van het slechtste jaar.*

<sup>1)</sup> Eenige dier bepalingen zijn:

- a. Geen verdere uitgifte vóór een bepaalden datum.
- b. Geen uitgifte boven een bepaald bedrag, jaarlijksch of met andere tusschenruimten.
- c. Bepaling, dat bij uitbreiding niet meer dan een bepaald percentage van de kostprijs der uitbreidingen door obligatie-uitgifte mag worden verkregen.
- d. Bepaling, dat de rente-last van de uitgegeven en voor de uitbreidingen uit te geven obligaties te zamen niet meer mag bedragen dan een bepaald percentage van de netto inkomsten van het vorig jaar.
- e. Bepaling, dat steeds een bepaald bedrag in gemakkelijk realiseerbare waarden zal worden gehouden, ter beveiliging van de obligatie-houders.

Hierop dringen vooral Schmalenbach en Herzog sterk aan.

Een bloeiende onderneming moet dus met alle factoren, niet welke meerdere of mindere waarschijnlijkheid bezitten, maar zelfs welke uiterst geringe, zelfs niet te verwachten, maar toch niet-onmogelijke kans van optreden hebben, rekening houden, waardoor een daling der inkomsten kon worden bewerkt.

Veiligheidshalve moet steeds een eerbiedige afstand worden gelaten tusschen de maximum-grens van obligatie-emissie en deze minimum-verdiensten-limiet.

Overmacht wordt hier buitengesloten, maar toch moet zelfs met een crisis, gelijk ze veel voorkomend zijn, rekening gehouden worden.

Bankroet toch is de grootste slag.

Zelfs al komt het niet zoo ver, en kan door een reconstructie de onderneming zich blijven handhaven, dan nog zal het crediet een zoodanigen klap hebben gekregen, dat voor nieuwe uitbreidingen slechts onder uiterst bezwarende voorwaarden kapitaal zal zijn te verkrijgen.

Heeft dus een onderneming, wier zaken uitnemend gaan, behoefte aan groote kapitaalsvermeerdering, dan zal, ten einde den aandeelhouders alle meerdere winsten te doen toevloeien, zoo voldoende zekerheid kan worden gegeven, bij voorkeur een obligatie-leening worden geplaatst.

Alsdan mag een gelijk bedrag aan obligaties, als er aandeelen zijn, zeer zeker worden uitgegeven, mits, met berekening en waardeering van alle factoren bovengenoemd, en zonder ongerechtvaardigd optimisme mag worden geconstateerd, dat de rente-last nimmer de inkomsten zal overschrijden.

Gewenscht is de obligatie-emissie aldus te beperken, dat, naar matige, gemiddelde winstberekening, uit de verdiensten zal kunnen worden betaald:



- I. De rente op de obligaties;
- II. Het dividend op preferente aandeeleu.
- III. Loopende uitgaven, verbeteringen uit de winst, e.d.
- IV. Een behoorlijke uitkeering op gewone aandeeleu.

---

§ 5. Oorzaaken maximum-grensvooremissie van preferente aandeeleu.

Tot emissie van préferente aandeeleu zal worden overgegaan:

I. Wanneer het bestuur, met het oog op alle omstandigheden het meest gewenscht acht, preferente aandeeleu uit te geven.

II. Wanneer het bestuur, hoe gaarne het ook een obligatieleening zou willen plaatsen, hiertoe niet kan overgaan, en wel

- a. Ze kan geen voldoende zekerheid stellen; of
- b. de markt is ongeschikt.

III. Wanneer emissie van gewone aandeeleu, al zoude het bestuur hiertoe liever overgaan, niet gewenscht of niet mogelijk is, wijl:

- a. de oude aandeeleu beneden pari staan, en ongewenscht moeten worden geacht, maatregelen om ze tot boven pari te brengen; of
- b. de markt voor gewone aandeeleu onwillig is.

Wat het *maximum-aantal* preferente aandeeleu betreft, hetwelk mag worden uitgegeven, gelde:

*Het aantal préferente aandeeleu mag niet overschrijden een limiet, welke zou onmogelijk maken, naar een niet geflatteerde taxatie der te verwachten gemiddelde verdiensten, dat werd betaald uit de winsten:*

- a. De rente op eventueel uitgegeven obligaties.

- b. Het dividend op de preferente aandeele.
- c. Loopende uitgaven, verbeteringen uit de winst e. d.
- d. Een behoorlijke uitkeering op de gewone aandeele.

Dit wil niet zeggen, dat steeds het geheele hier gegeven lijstje moet worden afgewerkt, doch dit is toch de maatstaf welke moet worden aangelegd en welke moet kloppen bij niet te optimistisch gekleurde winstverwachtingen.

Wel moet bindend geacht worden deze maatstaf voor zoover het *a*, *b* en *c* betreft, bij *cumulatief* preferente aandeele, daar anders een uiterst ongewenschte ophooping van dividend het gevolg zou kunnen zijn.

---

§ 6. Oorzaaken maximum-grensvooremissie van gewone aandeele.

De oorzaken van emissie van gewone aandeele zijn:

I. De beslissing van het bestuur, dat ze, met het oog op alle omstandigheden, 't meest gewenscht zijn.<sup>1)</sup>

II. De omstandigheid, dat, hoe gewild een obligatie-leening zou zijn, deze geen kans van slagen heeft, daar

- a. De onderneming geen voldoende zekerheid kan stellen, of
- b. de geldmarkt onwillig is.

III. Het feit, dat uitgifte van preferente aandeele niet zal slagen, waar toch

- a. De oude aandeele zoozeer zijn gedaald, dat de meest aantlokkelijke voorwaarden niet voldoende bekoring uitoefenen, of
- b. de preferente aandeele geen aftrek vinden.

*Ten aanzien van het maximum-aantal gewone aandeele, dat*

---

<sup>1)</sup> Zie ontstaanswijzen gewoon aandeel.



*mag worden uitgegeven geldt ook, dat moet kunnen uitgekeerd:*

I. De rente op obligaties.

II. Het dividend op preferente aandeelen.

III. Loopende uitgaven, verbeteringen uit de winst, e. d.

IV. Een behoorlijke uitkeering op de gewone aandeelen.

Onder deze *behoorlijke uitkeering* moet worden verstaan een dividend niet veel beneden, zoo mogelijk gelijk aan of hooger dan de rentevoet voor geleend geld.

Dit alles weer naar een zaakkundige, rustige verwachting van de verdiensten.

Dikwijls zijn, in optimistische stemming, groote voorraden aandeelen gratis uitgegeven, of, met weinig inbetaald, voor vol gerekend, zoodat een onvermijdelijke kapitaals-„verwatering” intrad.

Dit is een ongezonde toestand, daar alsdan de onderneming op financieel irreëele basis is gesteld.

De onderneming, die meer uitgeeft, dan het aantal, 't welk afwerking van bovengesteld lijstje toestaat, speculeert.

Nu kan wel eens, bij tegenslag of speciale maatregel van reserveering, welke groot nut kan hebben; het aanbrengen van verbeteringen uit de winst, een geringer dividend worden uitgekeerd. Dit werpt als zoodanig nog geen smet op de onderneming, doch het mag *geen chronisch verschijnsel* blijken te zijn, m. a. w. het mag niet als noodwendig, logisch, vooraf te berekenen, gevolg voortkomen uit de financieele baseering van de onderneming zelf.

In de eerste jaren van het bestaan der onderneming zal het mogelijk kunnen zijn — zonder dat daaruit tot het bestaan van fouten in de kapitaliseering kan worden geconcludeerd — dat de uitkeeringen nog niet zijn, gelijk gewenscht, doch langer dan de kinderjaren mag dit *niet* duren.

### § 7. Tijd van emissie.

Belangrijk is voor een emitteerende onderneming, te weten, welke tijd de beste is, om de emissie te verrichten.

Opmerkelijk is het steeds weerkeerend verschijnsel, dat meestal eerst dan aan versterking en uitbreiding der financieele middelen wordt gedacht, wanneer daarvoor de *uiterste* noodzaak dringt, wanneer dikwijls reeds financieel is overwerkt. Gewacht wordt tot de uiterste grens van bank-crediet is bereikt, alvorens er toe wordt overgegaan den weg van het bank-crediet te verlaten en op andere wijze een beroep op de geldmarkt te doen, en wel op de ruimere geldmarkt, door name-lijk aandeelen uit te geven, een obligatie-leening te plaatsen of wel eene emissie van preferente aandeelen te beproeven.

Komt er nu een meeningsverschil, een klein oponthoud, is de markt niet vlot in het opnemen der stukken, dan zal de kapitaalsbehoefte die groeit, dwingen tot relaties met ongewenschte kapitalisten-kringen onder hooger eischen en zwaarder voorwaarden. Hiervan kan een overbelasting gevolg zijn, althans is ze nadeelig; zelfs een achteruitgang, met reconstructie of bankroet als eindpunt, kan het gevolg zijn.

Hierom moet volle nadruk worden gelegd op het feit, dat niet te lang moet worden gewacht met kapitaalsverhooging, doch, wanneer het saldo bij den bankier is gestegen tot een aanmerkelijke hoogte, zonder echter nog de uiterste grens te zeer te zijn genaderd, moet tot emissie worden overgegaan.

Een tweede punt, 't welk dient in het oog te worden gehouden, staat in verband met het feit, dat voor een aandeelen-emissie noodig is, dat *a pari* minsten kan worden geëmitteerd. Staan de oude aandeelen beneden *pari*, en wil men tot een kapitaals-verhooging door plaatsing van gewone aandeelen



overgaan, dan moet eerst de koers der aandeeleu worden verbeterd door een der bovengenoemde middelen.<sup>1)</sup> Gezorgd moet worden, dat in een dergelijk geval deze reconstructie vroegtijdig wordt bewerkt, daar de *periode, waarin zulke maatregelen geschieden, ongunstig is voor emissie*; het werkt nadeelig op het crediet, wanneer *aldus* de koers moet worden verhoogd.

Als derde opmerking worde gewezen op het groote voordeel dat er gelegen is in het niet-onmiddellijk immobiliseeren van het aanwezige geldkapitaal. Eisch van goede politiek is, een gedeelte *liquide* te houden in licht realiseerbare waarden. Als dan kan men, mocht verhooging van kapitaal noodig zijn, den meest geschikten tijd uitzoeken en benutten. Natuurlijk kan men niet aldoor wachten, maar toch heeft men speelruimte en is niet zoo spoedig gedwongen. Wie niet de noodige liquiditeit weet te behouden, wordt door kapitaalsbehoefte gedwongen tot verhooging, 't zij de tijd goed is of slecht.

Nauwkeurig den tijd voor een emissie aan te geven, of ze gewenscht is in *dit* of het volgende jaar, is uiterst moeilijk.

Wel kan gezegd worden, dat een tijd van *hoogconjunctuur* geschikt is, maar hiermede wordt feitelijk niets beweerd; *hoogconjunctuur* is er, als de papieren vlot gaan; steeds geld is te verkrijgen, maar als men zelf in de periode staat, is het lastig beoordeelen of thans het best kan geëmitteerd, dan wel, aan te bevelen is, nog een jaar te wachten.

Emissie-tijd voor *aandeeleu* is, wanneer goede conjunctuur *constant* is gebleken. Gewoonlijk is het aan de koers te zien; stijgt de koers van aandeeleu van gelijksoortige ondernemin-

---

<sup>1)</sup> Zie onder de behandeling van „Het Aandeel”.

gen, als die, welke wil emitteeren dan zal gemeenlijk emissie kans van slagen hebben.

Emissie-tijd voor *obligaties* is, waar gebleken is, dat in tijden van hoog-conjunctuur gewoonlijk aandeelen het meest aftrek vinden, *na een tijd van inzinking*, wanneer de geldmarkt zich herstelt. Alsdan zal nog niet weer het aandeel in de algemeene gunst deelen, doch eerst de obligatie, het *zekere* effect met de vaste rente, de meeste koopers vinden.

Toch is dit uiterst vaag en zal het gevoel, de *intuïtie*, hier moeten vergoeden, wat aan vaste regeling en voorschriften ontbreekt.

Als *maand* voor emissie door een bepaalde Vennootschap, moet genoemd worden, zoowel ten aanzien van obligaties als aandeelen, die, waarin de renten en dividenden worden uitgekeerd van gelijksoortige ondernemingen.

Het geld, dat overblijft voor nieuwe belegging, zal gewoonlijk gelijksoortige plaatsing zoeken.

Bij dit alles is van groot belang voor de emitteerende maatschappij, of er vele ondernemingen zijn, vooral gelijksoortige, die met aandeelen of obligaties aan de markt komen, 't zij als eerste emissie of bij kapitaals-verhooging.



## HOOFDSTUK V.

---

### Beoordeeling der Effecten van de Naamlooze Vennootschap.

#### § 1. Inleiding.

Niet ondienstig moet worden geacht, na te gaan of waarlijk nuttig en noodig is, *elk* der genoemde, door de Naamlooze Vennootschap in het leven geroepen papieren.

Ten aanzien van het gewone aandeel en de obligatie is twijfel buitengesloten, daar zonder het bestaan dezer effecten de Naamlooze Vennootschap zelf niet zou kunnen zijn, wat ze is. Voor het economisch nut dezer papieren verwijzen we naar de vorige hoofdstukken. Wel is de speculatie in de effecten, speciaal de aandelen, een verschijnsel, hetwelk zeer nadeelige werking dikwijls uitoefent, doch in vergelijking met de voordeelen sluit toch de rekening „Economische Waarde” ten aanzien van het aandeel met een ruim batig saldo.

Over de waarde van de Preferente Aandeelen en alle tussen- en nevennormen van Aandeel en Obligatie moet echter een nawkeurig oordeel worden geveld.

Professor Liefmann<sup>1)</sup> schrijft:

„Im Interesse juristischer Klarheit und ökonomischer „Sicherheit wäre es, wenn alle solchen Zwischenformen“),

---

<sup>1)</sup> „Die Unternehmingsformen“, pag. 119.

<sup>2)</sup> N.l. Prioritäts-, Vorzugsaktien.

„auch z. B. die Genuszscheine, die neben den Aktien, aber ohne besondere Einzahlung, hier und da ausgegeben werden, durch die Rechtsordnung einfach untersagt würden. Ein volkswirtschaftliches Bedürfnis besteht für sie nicht“.

Wanneer iemand als Professor Liefmann zulk een beoordeeling geeft is het noodig, alvorens een beslissing te nemen, nauwkeurig de waarde der papieren na te gaan.

Dit zullen we doen door de nadeelen, verbonden aan het bestaan van *Preferente* en *Gewone* aandeelel naast elkaar uiteen te zetten met voorbeelden. Het nadeel van Cumulatief *Preferente* aandeelel, zal speciaal worden aangetoond.

Daarna moet de lichtzijde dezer effecten worden naar voren gebracht, en de conclusie getrokken.

Voor aandeel-verwante papieren, sommige der obligaties, en obligatie-verwante papieren, zal op overeenkomstige wijze worden gehandeld.

---

## § 2. Economisch nut of onnut van elk der papieren.

Gelijk gezegd, blijven Aandeel en Obligatie, als boven elke verdenking verheven, hier buiten beschouwing.

### I. *Het Preferent Aandeel.*

Om een juist oordeel hierover te vellen, is noodig, na te gaan de bezwaren, welke aan zijn bestaan zijn verbonden. Het boven gememoreerde geval, dat bij een Vennootschap *alléén* preferente aandeelel bestaan, blijft natuurlijk buiten beschouwing, daar alsdan de nadeelen niet kunnen optreden.

*Nadeel van het nevens elkander bestaan van gewone en preferente aandeelel.*

Hierdoor wordt de weg geopend voor veel geknoei. Door



namelijk een bepaalde beheers-politiek te volgen, conservatief, dan wel liberaal, is de mogelijkheid gegeven, de eene categorie aandeelhouders boven de andere te bevoordeelen. Dit echter is niet het eenige bezwaar tegen het gelijktijdig bestaan van beide soorten aandeelen. Gevolg hiervan toch is, dat geen *vaste waardeverhouding* aanwezig is, hetwelk nadeelen met zich brengt. Beide gevolgen zullen we hier bespreken:

A. *Koersverhouding tusschen gewoon en preferent aandeel.*

Deze moet onvast worden genoemd. Allerhande koersschommelingen tusschen beide groepen zijn het noodwendig gevolg van het naast elkander bestaan.

Voor een onderneming is gewenscht, dat het aandeel, hetwelk toch ten doel heeft gemakkelijke kapitaalsverschaffing van de onderneming te bewerken, zonder te veel moeite en met vrij groote zekerheid, op een bepaalde waarde is te schatten. Alsdan weet de geldbeleggende kapitalist of hij den prijs, waarvoor het aandeel wordt aangeboden, kan besteden. Deze waarde moet uit de balans, de contracten, de vooruitzichten, productiviteit, winst- en verliesrekening worden opgemaakt.

Bij ondernemingen met slechts één soort aandeelen is dit vrij eenvoudig. Elk aandeel vertegenwoordigt, bij een totaal aantal aandeelen van 10.000,  $\frac{1}{10.000}$  van de geheele waarde der onderneming.

Zijn er echter meerdere categorieën aandeelen *zonder vaste relatie*, dan is een zuivere waardeering onmogelijk, hetwelk nadeelig is voor de kapitaalsvoorziening.

Aldus is het bij gewoon en preferent aandeel naast elkaar.

In den eersten tijd na het bestaan van beide soorten aandeelen, hetzij de preferente aandeelen gelimiteerd of cumulatief zijn, zullen gemeenlijk de preferente aandeelen hooger in

koers zijn. Komt echter de onderneming tot grooteren bloei <sup>1)</sup> dan zal het gewone aandeel in koers kunnen stijgen boven het preferente.

Zijn preferente aandeelen met winstdeel uitgegeven, dan nog is een hoogere noteering der gewone aandeelen niet uitgesloten, wanneer de preferente aandeelen in de overwinst geringer aandeel hebben, dan de gewone.

Daalt de totaalwinst, dan treden weer koerswijzigingen ten gunste van de preferente aandeelhouders op.

*B. Bevoordeeling der ééne categorie aandeelhouders boven de andere.*

Steeds is bij een onderneming geld noodig voor verbeteringen, uitbreidingen, het maken van afschrijvingen, of versterken van reserves.

Voor een directie is het niet moeilijk een gedeelte van de winst voor dergelijke doeleinden te bestemmen, terwijl inderdaad deze maatregelen niet, of niet in die mate noodig waren, als werd voorgegeven. Alsdan is de bedoeling later het aldus teruggehouden gedeelte der winst op een tijdstip, dat de leiding gewenscht voorkomt, tot uitkeering te doen komen.

Is de bedoeling de *preferente aandeelen* <sup>2)</sup> te bevoordeelen boven de gewone, dan kan, wanneer in een jaar zóóveel is verdinend, dat na de betalingen op de preferente aandeelen ook op de gewone nog uitkeeringen zouden kunnen geschieden, het dividend op de preferente aandeelen voor het volgend jaar worden verzekerd door de gelden welke van de winst nog overig

---

<sup>1)</sup> En zijn, zoo noodig, achterstallige cumulatieve dividenden ingehaald of gekapitaliseerd.

<sup>2)</sup> Wanneer *hier* wordt gesproken over preferente aandeelen, dan is de bedoeling gelimiteerd pref. aandeelen met of zonder winstdeel.



zijn na uitkeering der preferente dividenden, achter te houden onder voorwendsel, dat ze worden bestemd voor een der bovengenoemde doeleinden.

Is integendeel de wensch der directie de *gewone aandeele* te bevoordeelen boven de preferente, dan zal, wanneer winsten zijn gemaakt, voldoende om het geheele of een gedeelte van het dividend op de preferente aandeele te betalen, door de directie geen uitkeering worden gedaan alvorens ook de gewone aandeele dividend kunnen ontvangen, m. a. w. „rijp” zijn.

Zijn de preferente aandeele cumulatief, dan zal een dergelijke maatregel geen doel treffen, daar alsdan een groote ophooping van preferent dividend ten nadeele van de gewone aandeele zal plaats grijpen.

Door een eenvoudig voorbeeld zij het gezegde toegelicht: Een onderneming heeft uitgegeven voor *f* 1.000.000.— aan gewone aandeele en bezit daarnaast *f* 1.000.000.— preferent-aandeele kapitaal.

De verdeling van het dividend is als volgt geregeld: Op de preferente aandeele 7 % preferent dividend.

Daarna op de gewone aandeele 5 %. Het overblijvende wordt gelijkelijk verdeeld. Preferente aandeele hebben dus winstdeel.

#### Uitkomsten van het bedrijf:

##### Schema A.

Gewone Aandeele:			Preferente Aandeele:		
1916:	<i>f</i> —.—	0 %	<i>f</i> 70.000	7 %	
1917:	„ —.—	0 %	„ 70.000	7 %	
1918:	„ 50.000	5 %	„ 70.000	7 %	
1919:	„ 50.000	5 %	„ 70.000	7 %	
1920:	„ 80.000	8 %	„ 100.000	10 %	
	<hr/>		<hr/>		
	<i>f</i> 180.000	18 %	<i>f</i> 380.000	38 %	

Van de winst, welke over dit tijdsverloop, voorzoover ze tot uitkeering in dividend kwam, f 560.000 bedraagt, ontvangen dus de gewone aandeelhouders f 180.000, de preferente f 380.000.

Wilde men nu de *preferente aandeelhouders bevoordeelen*, dan had de directie, door een gedeelte in stille reserves of anderszins te steken, de verdeling aldus kunnen maken:

S c h e m a   B.

Gewone Aandeelen:			Preferente Aandeelen:	
1916:	f —.—	0 %	f 70.000	7 %
1917:	„ —.—	0 %	„ 70.000	7 %
1918:	„ —.—	0 %	„ 70.000	7 %
1919:	„ —.—	0 %	„ 70.000	7 %
1920:	„ 130.000	13 %	„ 150.000	15 %
	<hr/>		<hr/>	
	f 130.000	13 %	f 430.000	43 %

In de jaren 1918 en 1919 zijn dus f 100.000 aan dividend op de gewone aandeelen achtergehouden, waardoor een benadeeling der gewone aandeelhouders optreedt van f 50.000.

Wilde de directie echter de *preferente aandeelhouders benadeelen*, dan ging ze *eerst* groote reserves kweeken en afschrijvingen verrichten en later, als de gewone aandeelen „rijp” waren, uitkeeren:

S c h e m a   C.

Gewone Aandeelen:			Preferente Aandeelen:	
1916:	f —.—	0 %	f —.—	0 %
1917:	„ —.—	0 %	„ —.—	0 %
1918:	„ 70.000	7 %	„ 90.000	9 %
1919:	„ 80.000	8 %	„ 100.000	10 %
1920:	„ 100.000	10 %	„ 120.000	12 %
	<hr/>		<hr/>	
	f 250.000	25 %	f 310.000	31 %



In de jaren 1916 en 1917 zijn dus *f* 140.000 achtergehouden, terwijl de benadeeling der preferente aandeelhouders *f* 70.000 blijkt te bedragen. In dit voorbeeld zijn niet ineens alle teruggehouden gelden in 1918 tot uitbetaling gekomen. Dit is gewenscht om meerdere gelijkmatigheid, liefst, gelijk ook hier, een langzame stijging in de dividenden-uitkeeringen te bewerken.

De geheele teruggehouden som zou zijn uitbetaald, wanneer de bedoeling was geweest in 1918 met hooge dividendeijfers te kunnen schitteren:<sup>1)</sup>

S c h e m a   C I.

<i>Gewone Aandeelen:</i>			<i>Preferente Aandeelen:</i>		
1916:	<i>f</i> —.—	0 %	<i>f</i> —.—	0 %	
1917:	„ —.—	0 %	„ —.—	0 %	
1918:	„ 120.000	12 %	„ 140.000	14 %	
1919:	„ 50.000	5 %	„ 70.000	7 %	
1920:	„ 80.000	8 %	„ 100.000	10 %	
	<hr/>		<hr/>		
	<i>f</i> 250.000	25 %	<i>f</i> 310.000	31 %	

Hieruit blijkt, hoe betrekkelijk gemakkelijk door de leiding eener Vennootschap, en dat met alle schijn van recht, de bevoordeeling der eene categorie aandeelhouders boven de andere kan plaats vinden. Al naar gelang de beheerschende groep, of de directie meer van de gewone, dan wel van de preferente aandeelen in zijn bezit heeft, kunnen deze gevolgen zich openbaren.

Staan naast elkaar *gewone* en *cumulatief preferente* aandeelen, dan is gevolg van een ophooping van winst, een achterhouden van de verdiensten bij een zoogen. conservatief be-

<sup>1)</sup> Hiertoe zou zijn overgegaan, wanneer een fusie of emissie werd beoogd.

heer, dat de gewone aandeele een, zelfs bij grooten bloei bijna niet in te halen achterstand krijgen. Neem b.v. dat er gewone en 7 % cumulatief preferente aandeele door een Naaml. Vennootschap zijn uitgegeven. Wanneer nu vijf jaar lang géén dividend wordt uitgekeerd, dan is er een achterstand van 35 % op de preferente aandeele in te halen, vóórdat de gewone aandeelhouders eenige uitkering bekomen. Een dergelijk optreden leidt tot een vrijwel uitsluiten van de kans der gewone aandeele, om ooit productief te worden.

Bij cumulatieve preferentie moeten dus, en dit geschiedt ook in de praktijk, de winsten van elk jaar worden verdeeld, daar anders op de directie onmiddellijk de verdenking valt, de preferente aandeele ten koste van de gewone te willen bevoorreen, en de gewone aandeele zonder uitzicht op uitkeering worden, behalve eens, bij de liquidatie, hunne nominale waarde uitbetaald te krijgen.

Het groote *nadeel* voor de behartiging van de belangen der onderneming, gelegen in het bestaan van cumulatief preferente aandeele, is, dat verbeteringen en uitbreidingen, afschrijvingen en vorming van reserves uit de winst, hoezeer ook gewenscht en noodig, en welke, waren er alleen gewone aandeele, ook zeker zouden geschieden, nu achterwege blijven, m. a. w. *cumulatief preferente aandeele maken onmogelijk, althans uiterst bezwaarlijk, het voeren van een conservatief beheer.*

Waren er alleen gewone aandeele, dan viel dit bezwaar weg, daar alsdan het conservatief beheer geen ander gevolg zou hebben, dan een kort uitstel van dividend-betaling aan de aandeelhouders, welke uitkeering echter *zeker* zou komen.

Bij het bestaan van cumul. preferente aandeele en gewone, echter is het een *uitstel* dat voor de gewone aandeelhouders *afstel* beteekent.



Door enkele ondernemingen is een poging gewaagd den eisch van een conservatief beheer te verzoenen met de eischen der aandeelhouders, door de bepaling, dat eerst na drie of vijf jaren de preferente aandeeleu cumulatief zouden zijn en dan niet onmiddellijk voor het volle percentage waarvoor ze preferent zijn, doch progressief, jaar na jaar opklimmend met b. v. 1 %. <sup>1)</sup>

Hierdoor zou mogelijk zijn een conservatief beheer, althans gedurende de jaren, waarin dit het meest noodig is, in den eersten tijd.

Het is echter uiterst moeilijk preferente aandeeleu met een dergelijke bepaling te emitteeren. Toch is dit feitelijk een bepalingen-complex, dat voor het heil van de onderneming uiterst belangrijk en gewenscht is.

Volledige oplossing van de moeilijkheden in het beheer der onderneming, wordt gevonden, door te blijven beneden den door mij aangegeven *maximumgrens van Preferente Aandeeleu*. <sup>2)</sup>

#### *Conclusies:*

a. Zijn er *gewone en gelimiteerd preferente aandeeleu*, dan geeft een conservatief beheer spoedig den indruk van *bevoordeeling van de gewone aandeeleu*; en wel, door met het uitkeeren van dividend te wachten, tot ook de gewone aandeeleu „rijp” zijn.

b. Zijn er *gewone en cumulatief preferente aandeeleu*, dan geeft een conservatief beheer spoedig den indruk van *bevoordeeling van de preferente aandeeleu*; en wel, door ophooping

---

<sup>1)</sup> Men vergelijke het voorbeeld gegeven, bij de behandeling van het preferente aandeel.

<sup>2)</sup> Zie Hoofdstuk IV § 5.

van cumulatief preferent dividend tot een onoverkomelijke hoogte.<sup>1)</sup>

c. Zijn er *alleen gewone aandelen*, dan beduidt een conservatief beheer *uitstel van betaling*, zonder meer.

De tot hiertoe genoemde bezwaren zouden zeer goed voldoende zijn om het bestaan van preferente aandelen af te keuren, ware het niet, dat door het preferent aandeel mogelijkheden werden geopend voor kapitaals-verkrijging, waar anders gesloten deuren zouden worden gevonden, welke tot instandhouding van Naaml. Vennootschappen dienen, en waardoor het nut der preferente aandelen het nadeel overtreft. Ongetwijfeld is af te keuren het feit dat van emissie van preferente aandelen gebruik wordt gemaakt om het leven van ondernemingen *zonder toekomst sleepende te houden*. Doch hierdoor

---

<sup>1)</sup> De bezwaren, voortvloeiend uit de ophooping van cumulatief preferente dividenden, welke kan voortvloeien uit een voor het in stand blijven der onderneming absoluut noodig conservatief beheer, kunnen worden opgeheven, door deze achterstallige dividenden te *kapitaliseeren*. Met toestemming van de preferente aandeelhouders kan het achterstallig dividend worden gekapitaliseerd in obligatiën of verdere preferente aandelen.

Daardoor wordt de jaarlijksche last op de verdiensten der onderneming in het voordeel van de gewone aandeelhouders zeer vermindert, daar nu slechts het percentage (5 % of 6 % b.v. voor de obligaties) komt boven de preferente dividenden voor het loopend jaar, i.p.v. de verplichting al de achterstallige cumulatieve dividenden te betalen, alvorens op de gewone aandelen iets uit te keeren. Hieruit blijkt, dat nu veel spoediger de gelegenheid bestaat den gewonen aandeelhouders dividend te doen toekomen.

*Voorbeeld:* f 1.000.000 gewone aandelen en f 1.000.000 7 % cumulatief preferente aandelen zijn door eene onderneming uitgegeven. Gedurende vijf jaren is geen uitkeering geschiedt, zoodat 35 % = f 350.000 achterstallig dividend is opgehoopt.

Wordt nu de schuld van f 350.000 gefundeerd in een obligatieleening à 5 %, dan worden de jaarlijksche verplichtingen van de onderne-



wordt slechts versterkt de klem, waarmede moet worden aangedrongen op verantwoordelijkheidsbesef, eerlijkheid, naast vakkennis van de leiding. Is de leiding in handen van gewetenlooze lieden, zelfs, slechts van personen met een eenigszins ruim geweten, dan kunnen *toch* knoeierijen plaats vinden, *welke* maatregelen ook worden genomen.

We meenen dus dat niettegenstaande de bezwaren *preferente aandeelen, gelimiteerd en cumulatief, met of zonder winstdeel*, gewenscht zijn en hunne plaats in het economisch leven verdienen.

*Gelimiteerd preferente aandeelen* zijn ter kapitaalsvoorziening noodig voor ondernemingen, welke boven het gewone aandeel-

---

ming, alvorens op de gewone aandeelen dividend kan worden betaald:

f 17.500.—	voor preferent dividend.
f 70.000.—	voor obligatie-rente.
<hr/>	
f 87.500.—	

Zijn nu de, te verdeelen, winsten van de onderneming f 120.000.—, dan kan op de gewone aandeelen worden gegeven  $f 32.500 = 3\frac{1}{4} \%$ .

Was niet de schuld in obligaties gefundeerd en de verdienste dezelfde, dan zou jaarlijks kunnen worden betaald:

f 70.000.— aan preferent dividend voor het loopende jaar.

f 50.000.— aan 5 % achterstallig dividend, zoodat het nog zeven jaar zou duren, eer er van eenige uitkeering op de gewone aandeelen sprake zou kunnen zijn.

*Gevolgen van de kapitaliseering der achtestallige dividenden:*

Voor de *preferente aandeelhouders*:

Ze krijgen, i. p. v. een aandeelsrecht op f 350.000.— cumulatief dividend, eenzelfde nominale waarde in obligaties.

Dit is een aanbod waarop ze zeker zullen ingaan, want:

- 1e. Ze krijgen hierdoor een grootere zekerheid.
- 2e. Ze houden een voortdurend recht op rente met verzekerde uitbetaling van de hoofdsom, in ruil voor een recht, dat, wanneer de dividenden alle zijn uitbetaald, geheel vervalt.

Voor de *gewone aandeelhouders*:

Zonder eenige reductie van hun kapitaal, of eenige andere dergelijke maatregel, ontvangen zij dividend van hun geld.

houderschap voordeelen moeten aanbieden en anders geen aandeelen kunnen geplaatst krijgen, daar beneden pari ongeoorloofd is; welke ongewenscht achten een reconstructie te doen voorafgaan om de koers der oude aandeelen te doen stijgen; welke obligaties niet *kunnen*<sup>1)</sup> of *mogen*<sup>2)</sup> uitgeven.

*Cumulatief preferente aandeelen* zijn noodig onder dezelfde omstandigheden, wanneer eerst bij deze nog grootere voordeelen de aandeelen kunnen worden geplaatst.

Toch is niet steeds de uitgifte van preferente aandeelen te verdedigen. Elk geval moet op zichzelf beoordeeld worden naar de omstandigheden.

## II. *Aandeelverwante Papieren.*

### a. *Bewijzen van Deelgerechtigdheid.*

Beter moet worden geacht, zoo dit mogelijk is, hiervoor gewone of preferente aandeelen gratis beschikbaar te stellen, althans, wanneer ook een recht op het saldo bij vereffening is toegekend.

Is dit niet het geval, dan zou daarin eenige grond voor hun bestaan zijn gelegen, dat ze in tegenstelling met de aandeelen geen aandeel in de slot-verdeeling hebben.

De bedoeling waarmede deze papieren worden uitgereikt zal vooral blijken uit de wijze van boeking.

Is de bedoeling, het passief niet te bezwaren en toch een recht toe te kennen aan bepaalde personen, dan is er recht van bestaan voor het bewijs van deelgerechtigdheid, ofschoon ook

---

<sup>1)</sup> Daar de markt onwillig is.

<sup>2)</sup> Wjl ze geen zekerheid kunnen bieden.



bij het bestaan dezer stukken de nadeelen bij de preferente aandeelen gemeld, kunnen optreden.

Is deze bedoeling niet aanwezig, dan is m.i. meer gewenscht gewone of preferente aandeelen gratis te verstrekken. Zooveél mogelijk onthoude men zich van de uitgifte dezer stukken.

*b. Winstbewijzen.*

Ook voor deze papieren geldt, dat ze gelegenheid bieden tot knoeierijen.

Waar ze alleen aan het superdividend deelhebben <sup>1)</sup> schijnen ze, daar ze hierin afwijken van de aandeelen, recht van bestaan te hebben.

Toch is dit gemakkelijk te voorkomen. Men geve i. p. v. winstdeelbewijzen gratis gewone aandeelen uit, en om ze alleen aan het superdividend te doen deelen, make men de bestaande aandeelen preferent met winstdeel.

*c. Winstdeelbewijs.*

Dit dient bijna uitsluitend tot „verwatering”.

Is dit naar het oordeel van de leiding gewenscht of noodig, zoo kan het worden bereikt door gratis aandeelen uit te geven. Hierdoor wordt voorkomen een scheppen van allerhande papier.

Soms is de bedoeling op bepaalde rechten uit het aandeel bizonderen nadruk te doen vallen. In een uitgebreid prospectus kunnen deze rechten, zonder afscheiding, wel dermate worden in het licht gesteld, dat het voordeel van het bestaan van het winstdeelbewijs niet opweegt tegen het gevaar van knoeierijen.

---

<sup>1)</sup> Ze belichamen het „agio” of zijn lokmiddel.

*d. Oprichtersbewijzen.*

Voor deze stukken verwijzen we naar het sub *b.* geschrevene.

Ten aanzien van al deze papieren worde nogmaals gezegd, dat hun bestaan op zichzelf niet het meeste nadeel brengt, doch dat de kwade practijken het zoo gevaarlijk maken. *Vóór* alles is eisch: een leiding, die absoluut eerlijk en te vertrouwen is.

*III. De Obligatie.*

Slechts van enkele zullen we speciaal de waarde nagaan.

Voor het overige kan volstaan worden met een verwijzing naar de gedeelten, waar gesproken wordt over de obligatie.

*a. De Converteerbare Obligatie.*

De groote economische beteekenis van deze obligatie, welke als voldoende factor mag worden aangemerkt, om de waarde en het nut van haar bestaan boven twijfel te verheffen, is gelegen in het feit, dat eene onderneming, wier aandeelen een zoodanigen koers hebben, dat eenigszins uitgebreide emissie van gewone aandeelen onmogelijk kan slagen, zonder hare toevlucht te moeten nemen tot uitgifte van de, een hooger gedeelte der winst eischende, preferente aandeelen, zich het benoodigd kapitaal kan verschaffen.

Speciale zekerheid, op grond waarvan andere obligaties kunnen worden uitgegeven kan de onderneming niet bieden. Door nu deze minder veilige belegging der gelden te verbinden met de kans op conversie in gewone aandeelen, krijgt de onderneming op de meest billijke voorwaarden het benoodigd kapitaal.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> Vergelijk verder Hoofdstuk III „Converteerbare obligaties.”



*b. Short term notes.*

... In het algemeen moet de uitgifte van deze „obligaties op korten termijn” worden ontraden.

Mocht bij het eindigen van den looptijd blijken, dat de feitelijk bedoelde obligatie-emissie, wegens het nog niet dalen van den rentevoet, niet op gunstiger voorwaarden kan geschieden, dan zal wederom een uitgifte van „Short term notes” moeten volgen, welke alsdan echter meestal een nog hooger rente zullen moeten geven.

Het crediet der onderneming wordt nl. geschaad, wanneer blijkt, dat de bedoelde obligatie-leening *nog* niet kan worden geplaatst, en tevens door het feit van de misrekening van het bestuur aangaande daling van den rentevoet, waardoor het den looptijd der „Short term notes” te kort heeft genomen.

M. i. mogen „Short term notes”, welke worden uitgegeven om later te komen tot emissie van obligaties op langen termijn, alleen worden uitgegeven, wanneer moet worden aangenomen dat een *obligatie-leening met dezelfde rente als de „Short term notes”, onder voorbehoud van geheele of gedeeltelijke tusschen-tijdsche aflossing,*<sup>1)</sup> geen plaatsing zal kunnen vinden.

*IV. Obligatie-verwante papieren.*

*a. Obligaties met winstaandeel.*

Worden de obligaties en de winstbewijzen als afzonderlijke papieren beschouwd en behandeld, dan leze met hetgeen is gezegd aangaande *winstbewijzen*.

Is de winstdeelende obligatie één geheel, dan is gewenscht, de bedoeling, nl. de obligaties beter, vlotter markt te doen vinden, op andere wijze te verwezenlijken.

---

<sup>1)</sup> Hierdoor wordt gemeenlijk conversie bewerkt.

Een premie in gratis aandeelen, welke methode dikwijls wordt toegepast, zal practisch niet minder succes opleveren, terwijl alsdan een categorie deelhebbers minder aanwezig is, en geknoei allicht niet zooveel kans van slagen heeft.

Zijn geen speciale redenen aanwezig, <sup>1)</sup> welke niet steeds door een buitenstaander kunnen worden beoordeeld, dan acht ik dit papier ongewenscht en onnoodig.

*b. Inkomsten-Obligatie.*

Ten opzichte van de rente zijn ze van het maken van de winst afhankelijk, dus aandeel! Wat betreft de hoofdsom zijn ze obligatie.

Economisch gezien meenen we deze eigenaardige obligatie te mogen noemen: *Aandeel, met absolute voorkeur op het saldo bij vereffening.*

Wat hare waarde voor de onderneming betreft, hiervoor geldt, dat ze uitnemende diensten bewijst aan een instelling welke, wegens den koersstand harer aandeelen geen gewone aandeelen kan emitteeren, zonder voorafgaande reconstructie; deze reconstructie echter ongewenscht acht; geen preferente aandeelen *kan of wil* <sup>2)</sup> uitgeven; geen obligatie-leening *kan*

---

<sup>1)</sup> Hierbij kan gedacht worden aan het feit, dat, om de obligatiehouders alleen in het superdividend aandeel te geven, de bestaande aandeelen preferent zouden moeten worden, bij uitgifte van gratis-aandeelen. Niet onmogelijk is, wanneer nog slechts alleen gewone aandeelen zijn uitgegeven, dat het bestuur de voorkeur geeft aan een groep winstdeeltende obligatie-houders, naast de gewone aandeelhouders, *boven* een naast elkaar bestaan van gewone en preferente aandeelen.

<sup>2)</sup> Deze vorderen gemeenlijk hooger winstdeel; ook kan het geven van stemrecht noodig zijn om ze te plaatsen en ongewenscht worden geacht.



of *mag* plaatsen, daar ze, hoewel zekerheid voor de hoofdsom kan worden geboden, de rente-last niet op zich mag nemen.

Hiermede achten we de economische waarde der inkomsten-cbligatie, feitelijk de tegenhanger van het cumulatief preferent aandeel, daar zij, t. a. v. het saldo ongeveer de rechten heeft, welke het genoemd aandeel met betrekking tot het dividend kan uitoefenen, voldoende bewezen.



## INHOUDSOPGAVE.

---

	Bladz.
INLEIDING . . . . .	9
HOOFDSTUK I. EFFECTEN . . . . .	15
§ 1. <i>Inleiding</i> . . . . .	15
§ 2. <i>Begrip Effect</i> . . . . .	16
Onze Wetgeving — Schrijvers — Beoordeeling	
— Eigen Standpunt.	
§ 3. <i>Economische Beteekenis van het Effect</i> . . .	37
HOOFDSTUK II. ONDERNEMINGEN OP AANDEELEN . . . .	60
§ 1. <i>Inleiding</i> . . . . .	60
§ 2. <i>Eenige dier Instellingen</i> . . . . .	61
<i>A Societates Publicanorum</i> . . . . .	61
<i>B Bank van St. George en de Luoghi dei Monti</i>	62
<i>C Gewerkschaft</i> . . . . .	64
<i>D Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i> . .	70
<i>E Private Company</i> . . . . .	75
<i>F Commanditaire Vennootschap op Aandeelen</i>	76
<i>G Naamlooze Vennootschap</i> . . . . .	78
Geschiedenis — Economische Functie —	
Ontstaan — Inrichting . . . . .	
<i>Aanhangsel: Emissie</i> . . . . .	110
I. Emissie in het Algemeen . . . . .	110
II. Emissie van Aandeelen . . . . .	132
III. Emissie van Obligaties . . . . .	145
HOOFDSTUK III. EFFECTEN DER NAAMLooZE VENNOOTSCHAP	147
§ 1. <i>Inleiding</i> . . . . .	147
§ 2. <i>Het Aandeel</i> . . . . .	147



	Begrip en namen — Economische functie —	
	Soorten . . . . .	
§ 3.	<i>Aandeel-verbante papieren</i> . . . . .	159
	Bewijzen van Deelgerechtigdheid. — Winstbe- wijzen — Winstdeelbewijs — Oprichtersaan- deelen . . . . .	
§ 4.	<i>De Obligatie</i> . . . . .	167
	Geschiedenis — Begrip en namen — Econo- mische functie — Soorten . . . . .	
§ 5.	<i>Obligatie-verbante papieren</i> . . . . .	176
	Obligaties met Winstdeel — Inkomsten — Obligatie . . . . .	

## HOOFDSTUK IV. VERHOUDING TUSSEN AANDEEL EN OBLI-

	GATIE . . . . .	178
§ 1.	<i>Inleiding</i> . . . . .	178
§ 2.	<i>Hoofd-elementen, welke de keuze tusschen aan- deelen of obligatie-emissie bepalen</i> . . . . .	182
	Bestuur — Marktgesteldheid . . . . .	
§ 3.	<i>Grond voor Obligatie-emissie</i> . . . . .	184
	Onroerende goederen — Algemeene winst- kansen — Effecten — Rollend materiaal — Garantie . . . . .	
§ 4.	<i>Maximum-grenzen voor obligatie-emissie</i> . . . . .	191
§ 5.	<i>Oorzaak en maximum-grens voor emissie van preferente aandelen</i> . . . . .	196
§ 6.	<i>Oorzaak en maximum-grens voor emissie van gewone aandelen</i> . . . . .	197
§ 7.	<i>Tijd van Emissie</i> . . . . .	199

## HOOFDSTUK V. BEOORDEELING DER EFFECTEN VAN DE NAAM-

	LOOZE VENNOOTSCHAP . . . . .	202
§ 1.	<i>Inleiding</i> . . . . .	202
§ 2.	<i>Economisch nut of onnut van elk der papieren</i> . . . . .	203